

| 3 |

Berliner Briefe zum Kapitalmarktrecht

Brief Nr. 3 Mai 2012

FinAnlVermAnlG

Liebe Leserin, lieber Leser,

„drei berichtigende Worte des Gesetzgebers und ganze Bibliotheken werden zu Makulatur" – an den berühmten Satz von Julius von Kirchmann (1802–1884) fühlt sich erinnert, wer einen Blick auf Art. 3 des „Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts" vom 6. Dezember 2011 (BGBl. I 2011, 2481) wirft. Dort heißt es zur Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes unter Nr. 1:

> In § 2 Absatz 2b wird das Wort „und" durch ein Komma ersetzt und werden nach den Wörtern „Zeichnung von Wertpapieren" die Wörter „und Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes …" eingefügt.

Für den so genannten Grauen Kapitalmarkt ist dieser Federstrich revolutionär. Entsprach es bislang der allgemeinen Ansicht, dass geschlossene Fonds und andere Vermögensanlagen i.S.v. § 8f VerkProspG a.F. nicht dem WpHG unterfallen, weil sie nicht frei handelbar sind, so hat der Gesetzgeber dem aufsichtsrechtlichen Schattendasein dieser Produkte nunmehr ein Ende gesetzt. Denn: Finanzinstrument ist, was im WpHG als solches definiert wird.

Rechtspolitisch ist dieser Schritt einhellig begrüßt worden. Es dürfte im Interesse der Anbieter geschlossener Fonds selbst liegen, aufsichtsrechtlich auf ein Level Playing Field mit Investmentfonds, Zertifikaten und anderen Finanzinstrumenten gehoben zu werden. Dabei soll hier nicht darüber räsoniert werden, ob die im FinAnlVermAnlG vorgesehene Bereichsausnahme für freie Vermittler und deren Unterstellung unter die Gewerbeaufsicht den Anlegerschutz unnötig schwächt oder ein Gebot der Verhältnismäßigkeit ist. Fest steht, dass sich durch die Erhebung der geschlossenen Fonds in den Stand der Finanzinstrumente zahlreiche rechtliche und praktische Fragestellungen ergeben, die Anbieter und Vertrieb bewältigen müssen. Die Umsetzungsvorbereitungen bei Verbänden, Anbietern, Banken, Sparkassen und freien Vermittlern sind in vollem Gange. Bis zum Inkrafttreten der meisten Neuregelungen am 1. Juni 2012 bleibt nicht mehr viel Zeit.

Vor diesem Hintergrund setzt sich die vorliegende Ausgabe der *Berliner Briefe zum Kapitalmarktrecht* nicht zum Ziel, das neue Gesetz mit all seinen Regelungsgegenständen zu betrachten. Die einschlägige Fachliteratur vermag es viel besser, einen solchen Überblick zu vermitteln (beispielhaft *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, Heft 5 – erscheint demnächst). Stattdessen wollen wir ausgewählte Aspekte des neuen Gesetzes beleuchten, um dessen hohe Dynamik für den Fondsvertrieb durch Anbieter und Kreditinstitute deutlich zu machen. Ein Schwerpunkt liegt dabei auf dem Aspekt der Interessenkonflikte.

Der gegenüber den ersten beiden Ausgaben der Kapitalmarktbriefe erweiterte Umfang dieses Heftes mag als kleine Entschädigung dafür dienen, dass seit der letzten Ausgabe nun doch – entgegen unserer damaligen Ankündigung – wieder zwei Jahre ins Land gegangen sind …

Wie dem auch sei: Viel Freude bei einer hoffentlich ertragreichen Lektüre wünschen Ihnen

Ihre lindenpartners

Abkürzungsverzeichnis

a.F.	alte Fassung
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AnsFuG	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz)
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BörsG	Börsengesetz
CESR	Committee of European Securities Regulators
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESMA-VO	Regulation (EU) No 1095/2010 of the European Parliament and of the Council of November 2010 establishing a European Supervisory Authority (European Securities and Markets Authority), amending Decision No 716/2009/EC and repealing Commission Decision 2009/77/EC
FinAnlVermAnlG	Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögenanlagenrechts (Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagengesetz)
FinAnV	Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung)
FinVermV-E	Verordnung zur Einführung einer Finanzanlagenvermittlungsverordnung (Entwurf)
GewO	Gewerbeordnung
HGB	Handelsgesetzbuch
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
InvG	Investmentgesetz
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz)
KWG	Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz)
MaComp	Rundschreiben 4/2010 (WA) der BaFin – Mindestanforderungen an die Compliance-Funktion und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie)
n.F.	neue Fassung
OGAW-IV-Umsetzungsgesetz	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
(= OGAW-IV-UmsG)	
PIB	Produktinformationsblatt
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
(= VerkaufsprospektG)	
VermAnlG-E	Vermögensanlagegesetz (Entwurf)

VermVerkProspV	Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung
VGF	Verband Geschlossene Fonds e.V.
VIB	Vermögensanlagen-Informationsblatt
WpDVerOV	Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierhandelsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisations-verordnung)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHGMaAnzV	WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
ZPO	Zivilprozessordnung



| A |

Aufsichtsrechtliche Anforderungen an den Vertrieb von geschlossenen Fonds – worauf müssen Fondsinitiatoren achten?

Worum geht es?

Anders als die AIFM-Richtlinie, die sich an die Person des „fund manager“ richtet, knüpft das FinAnlVermAnlG aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen an vertriebsbezogene Verhaltensweisen: das Vermitteln und Empfehlen (Beratung) von Vermögensanlagen. Soweit Initiatoren von geschlossenen Fonds (Anbieter) solche Dienstleistungen erbringen, werden sie also über ihre verkaufsprospektrechtliche Verantwortlichkeit hinaus von den neuen Erlaubnis- und Verhaltenspflichten für den Fondsvertrieb erfasst. Dies gilt für den Direktvertrieb in der Angebotsphase ebenso wie für Zweitmarktangebote nach erfolgter Platzierung. Je vielfältiger das Dienstleistungsangebot eines Fondsinitiators ist, desto intensiver wird er sich mit der Frage zu befassen haben, inwieweit er ab dem 1. Juni 2012 dem aufsichtsrechtlichen Regime von KWG und WpHG bzw. GewO und FinVermV unterfallen wird.

Vor diesem Hintergrund versucht der nachfolgende Beitrag, eine Hilfestellung bei der aufsichtsrechtlichen Einordnung „vertriebsnaher“ Tätigkeiten von Fondsinitiatoren zu geben.

1. Fondsinitiatoren im Spannungsfeld von Anbieterrolle, Vertrieb und Marktplatzorganisation

1 Bevor Anteile an einem geschlossenen Fonds beim Publikum platziert werden können, sind vielfältige Aufgaben zu erledigen: Das Fondsprojekt muss betriebswirtschaftlich kalkuliert und rechtlich strukturiert werden; ein Verkaufsprospekt ist zu erstellen und muss ein Billigungsverfahren bei der BaFin durchlaufen; schließlich ist eine Marketingstrategie zu entwickeln, die darauf gerichtet ist, ein möglichst großes Interesse bei den Anlegern zu wecken. All diese Aufgaben übernimmt nicht die das (spätere) Fondsprojekt operativ durchführende Fondsgesellschaft, sondern der hinter ihr stehende Fondsinitiator.

2 Der Fondsinitiator hat insoweit die Rolle des „Anbieters" i.S.d. neuen § 6 VermAnlG (bzw. des bisherigen § 8f Abs. 1 VerkProspG) inne, der nach außen erkennbar für das öffentliche Angebot der Fondsanteile verantwortlich ist.[1]

3 Zu seiner Anbieterrolle gehört, dass der Fondsinitiator auch den Vertrieb der Fondsanteile organisiert. Dies liegt in seinem eigenen Interesse, weil er häufig eine Platzierungsgarantie gegenüber der Fondsgesellschaft abgibt und eine Eigenkapitalvermittlungsprovision für die erfolgreiche Platzierung erhält.

4 Zu diesem Zweck schaltet er ein Netzwerk von Vertriebspartnern ein, die – sei es als Banken oder Sparkassen, sei es als freie Vermittler – die Beratung und Vermittlung der Fondsanteile beim Publikum als (Unter-)Vermittler übernehmen **(Beauftragung von Untervermittlern)**.

5 Darüber hinaus bieten viele Fondsinitiatoren den Anlegern die Möglichkeit, Fondsanteile (beratungsfrei) bei dem Initiator selbst zu zeichnen – sei es mittels Herunterladens der Zeichnungsunterlagen über das Internet, sei es durch Übersendung nach telefonischer Voranfrage **(Direktvertrieb)**. Nach Angaben des Verbands Geschlossene Fonds e.V. (VGF) nimmt die Bedeutung des Direktvertriebs eher zu: 2009 realisierten Anbieter geschlossener Fonds über den Direktvertrieb 11,8 % aller platzierten Beteiligungen und damit 69 % mehr als im Vorjahr, im Jahr 2010 machten direkter und institutioneller Vertrieb zusammen rund 25 % aus.[2] Im Jahr 2011 sank der Anteil des platzierten Eigenkapitals jedenfalls im Publikumssegment jedoch leicht.[3]

6 Schließlich sind Fondsinitiatoren in zunehmendem Maße mit der Organisation von **Zweitmarktaktivitäten** befasst. Anlegern bereits platzierter Fonds soll auf diese Weise die Möglichkeit gegeben werden, ihre Anteile vor Ende der Fondslaufzeit an interessierte Erwerber zu veräußern und umgekehrt. Ein standardisierter Handels- und Vertragsschlussmechanismus hat sich auf dem Zweitmarkt noch nicht durchgesetzt, und das Spektrum der am Markt angebotenen Dienstleistungen ist weit. Es reicht von schlichten

„Inseratssystemen", bei denen Kauf- und Verkaufsangebote beim Fondsinitiator hinterlegt und von Anlegern abgefragt werden können, bis hin zu Handelssystemen, in denen Kauf- und Verkaufsorders nach festgelegten Bestimmungen (nach Einheitskurs-, Auktions- oder Festpreisverfahren) zusammengeführt werden. Für den „Direkterwerb" von Fondsanteilen zwischen Verkäufer und Käufer stellt der VGF ein „Muster-Kauf- und Übertragungsvertrag Zweitmarkt" zur Verfügung.

7 Die bestehenden Zweitmärkte können im Hinblick auf die Beteiligten grob in drei Kategorien eingeteilt werden: Sowohl über **emissionshausinterne Plattformen** findet die Weiterveräußerung von Fondsanteilen statt als auch über **offene Handelsplattformen** (zumeist über das Internet) sowie **reine Käuferplattformen**. Bei Letzteren tritt typischerweise nur ein einziger Käufer auf, nämlich der Initiator der Plattform selbst, der nach Analyse der Beteiligung den Preis vorgibt. Die Grenzen zwischen den ersten beiden Kategorien sind jedoch fließend: Bisweilen treten Initiatorenplattformen im Internet als (vermeintlich) offene Zweitmarkthandelsplattformen auf, wobei der „Handel" auf hauseigene Vermögensanlagen des Anbieters beschränkt ist.

> Nicht hierher gehören Konstellationen, in denen ein Platzierungsgarant auf Grund einer Vereinbarung mit dem Fondsinitiator einen bestimmten Teil des Emissionsvolumens zum anschließenden Weiterverkauf in kleineren Einheiten übernimmt. Eine solche Gestaltung dürfte nicht dem Bereich der im Sekundärmarkt angesiedelten Zweitmarktplattformen zuzurechnen sein. Es handelt sich dabei vielmehr um einen „verzögerten" oder „nachlaufenden" Primärmarkt. Während eine „Paketübernahme" vordergründig als Anzeichen eines gut laufenden Vertriebs gedeutet werden kann, wird ein solches Vorgehen häufig eher durch eine Vertriebs- und Vermarktungsschwäche im Erstmarkt motiviert sein.[4]

8 Zu den bekannteren Zweitmarktplattformen zählen etwa die Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG (www.zweitmarkt.de), die von den Börsen Hamburg, Hannover und München betrieben wird, und die Deutsche Zweitmarkt AG in Hamburg (www.deutsche-zweitmarkt.de). Von den emissionshausinternen Plattformen seien beispielhaft nur die MPC FundXchange der MPC Capital AG aus Hamburg (http://www.mpc-capital.de/contell/cms/server/mpc-fxc/index.html) und das Portal der CFB-Fonds Transfair GmbH in Düsseldorf (https://www.cfbvertrieb.de/dotnet20/zweitmarkt/portal/info/default.aspx) genannt.

9 Die Verkehrsfähigkeit von Anteilen an geschlossenen Fonds und damit die wirtschaftliche Bedeutung des Zweitmarkts ist noch relativ gering. Genaue Zahlen zum Handelsvolumen auf dem Zweitmarkt liegen nicht vor, da nicht alle Marktteilnehmer bzw. Plattformen ihre Umsatzzahlen veröffentlichen. Nach Schätzungen für das Jahr 2006 betrug der Umsatz am Zweitmarkt für Anteile an geschlossenen Fonds (200 Mio. €) in Relation zum Gesamtvolumen (24.000 Mio. €) lediglich 0,83 %.[5]

10 In welchen Bereichen wirkt sich das im Vorwort beschriebene Wechselspiel von Gesetzesausweitung einerseits und Bereichsausnahmen andererseits nun für Fondsinitiatoren aus?

2. Neue Pflichten als Anbieter: Vermögensanlagen-Informationsblatt

11 Unabhängig von der Frage der Bereichsausnahmen wird es zukünftig zu den Pflichten des Fondsinitiators in seiner Rolle als Anbieter gehören, vor dem Beginn des öffentlichen Angebots neben dem Verkaufsprospekt auch ein Vermögensanlagen-Informationsblatt zu erstellen und dieses für die Anleger verfügbar zu halten (§§ 13 ff. VermAnlG), siehe hierzu C.

3. Vermittlungsnahe Dienstleistungen (1): Direktvertrieb

12 Soweit der Initiator eines geschlossenen Fonds im Rahmen des Direktvertriebs tätig wird und dem Anleger Produktunterlagen (Verkaufsprospekt und Zeichnungsschein) zur Verfügung stellt, wirkt er zielgerichtet an dem Zustandekommen eines Beitrittsvertrages zwischen dem Anleger und der Fondsgesellschaft mit. Der Initiator erfüllt damit den Tatbestand der Anlagevermittlung i.S.v. § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG bzw. § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG.[6] Als Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistung unterliegt die Anlagevermittlung der Erlaubnispflicht nach § 32 KWG und der laufenden Aufsicht nach dem WpHG (insbesondere §§ 31 ff. WpHG).

13 Anders wäre dies, wenn der Direktvertrieb durch den Initiator von den Bereichsausnahmen der § 2a Abs. 1 Nr. 7 e) WpHG bzw. § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 e) KWG umfasst wäre. Die Gesetzesbegründung erwähnt den Direktvertrieb bei der Erläuterung der Bereichsausnahmen nach WpHG und KWG zwar nicht und nennt insoweit ausdrücklich nur die „freien Vermittler".[7] Auch im bisherigen Schrifttum wird eine Bereichsausnahme für den Direktvertrieb – soweit zu diesem Problem überhaupt Stellung genommen wird[8] – vereinzelt ausdrücklich verneint.[9] Im Rahmen der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses zum Gesetzesentwurf am 6. Juli 2011 sowie den diversen vorbereitenden Stellungnahmen der Sachverständigen aus der Praxis wurde lediglich ein Vertriebsdualismus aus bankgebundenen Vermittlern einerseits und (mittelständischen) freien Vermittlern andererseits diskutiert und auf den Direktvertrieb nicht näher eingegangen.[10]

14 Der Wortlaut der Normen enthält eine derartige Beschränkung indes nicht und verlangt für die Bereichsausnahme lediglich ein Tätigwerden des Anlagenvermittlers/-beraters für andere und hierbei eine ausschließliche Beschränkung auf Anlageberatung/-vermittlung (bzw. Abschlussvermittlung). Zudem muss es sich um Anlageberatung/-vermittlung „zwischen Kunden und Anbietern oder Emittenten" handeln. Soweit Fondsinitiatoren also ausschließlich mit dem Direktvertrieb befasst sind und nicht etwa zusätzlich eine Zweitmarktplattform betreiben (siehe hierzu unter 5.), dürften die

Bereichsausnahmen auch für den Direktvertrieb gelten. Dieser unterliegt dann jedoch dem neuen Regime der §§ 34f, 34g GewO i.V.m. den Vorschriften der FinVermV.

15 Beim Direktvertrieb trifft den Anbieter zudem eine erweiterte Pflicht zur Anlegerinformation: Gemäß § 15 Abs. 2 Satz 1 VermAnlG hat der Anbieter dem Erwerbsinteressenten rechtzeitig vor Vertragsschluss das aktuelle VIB zu übersenden, unabhängig davon, ob der Interessent dies verlangt. Den Prospekt wiederum muss er nur auf Verlangen übersenden. Zudem muss er den Interessenten darüber informieren, wo und wie diese Unterlagen im Geltungsbereich des Gesetzes erhältlich sind (§ 15 Abs. 2 Satz 2 VermAnlG).

4. Vermittlungsnahe Dienstleistungen (2): Beauftragung von Vertriebspartnern

16 Häufig werden mit der Platzierung der Anteile beauftragte Fondsinitiatoren nur in der Weise tätig, dass sie ihrerseits Vertriebspartner als Untervermittler beauftragen, die dann gegenüber den Anlegern auftreten. Stellt das „Aufspannen" eines solchen Vertriebsnetzes bereits eine Wertpapier- bzw. Finanzdienstleistung dar? In Betracht kommen hier die Tatbestände der Anlagevermittlung (§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 4 WpHG, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG) sowie des Platzierungsgeschäftes (§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 6 WpHG, § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 c) KWG).

17 Es spricht viel dafür, dass der Gesetzgeber keinen der beiden Tatbestände als erfüllt ansieht. So heißt es in der Begründung zum Regierungsentwurf des FinAnlVermAnlG[11]:

> *„Bringt ein Anbieter oder ein Emittent von Vermögensanlagen oder ein von ihnen beauftragter Dritter im Rahmen der Organisation des Vertriebs Vermögensanlagen bei Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder gewerblichen Finanzanlagenvermittlern zur weiteren Vermittlung an Anleger unter, erfüllt dies nicht den Tatbestand des Platzierungsgeschäfts nach § 1 Absatz 1a Nummer 1c.* ***Die Einführung einer weiteren Ausnahme in § 2 Abs. 1 für diese Konstellation ist daher entbehrlich.****"*
>
> [Hervorhebung durch Verf.]

18 Deutlich wird hieraus zunächst, dass der Fondsinitiator nicht den Tatbestand des Platzierungsgeschäftes nach § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1c KWG erfüllt, wenn er sich eigener Vertriebspartner bedient, um seine Eigenkapitalvermittlungsaufgabe zu erfüllen. Offenbar kommt aus Sicht des Gesetzgebers in der geschilderten Konstellation auch keine weitere Erlaubnispflicht in Betracht – also auch keine unter dem Aspekt der Anlagevermittlung. Ansonsten wäre dies in der oben zitierten Passage der Gesetzesbegründung sicherlich erwähnt worden. Zwingend ist ein solcher Schluss jedoch nicht.

19 Es lohnt deshalb, einen kurzen dogmatischen Blick auf den Tatbestand der „Anlagevermittlung" zu werfen:

20 Dass der Begriff der Anlagevermittlung auch die „Vermittlung von Vermittlern" erfassen könnte, liegt bei einem Blick in die Kommentarliteratur nicht unbedingt nahe: Ein Geschäft über die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten vermittelt demnach nur, wer mit beiden Parteien in Verbindung steht und zu dem Zweck, den Vertragsschluss zu fördern, über den Inhalt oder die Modalitäten des Geschäfts mit ihnen kommuniziert oder zumindest daran mitwirkt, dass die beiden Parteien miteinander in Verbindung treten.[12] Noch weiter gehend wird für die Anlagevermittlung nach der Parallelvorschrift des § 1 Abs. 1a Satz 2 KWG gefordert, dass der Vermittler den Abschluss eines konkreten Geschäfts bereits so umfassend vorbereitet haben muss, dass der Kunde den Auftrag nur noch zu unterschreiben und abzusenden hat.[13] An all dem fehlt es, wenn der Fondsinitiator sich darauf beschränkt, Vertriebspartner zu beauftragen, die ihrerseits erst den Kontakt zu den in diesem Zeitpunkt noch gar nicht bekannten Anlegern herstellen und den Geschäftsabschluss anbahnen sollen.[14]

21 Indes wurde im Zusammenhang mit den Auswirkungen der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID) auf geschlossene Fonds auch eine abweichende Auffassung vertreten: Bediene sich die Fondsgesellschaft für den Vertrieb der Fondsanteile eines unabhängigen Dritten, der nicht Organ der Gesellschaft ist, stelle die Tätigkeit dieses Platzierungsagenten eine erlaubnispflichtige Anlagevermittlung dar.[15] Ob der Fondsinitiator als Organ der Gesellschaft (des „Emittenten" gemäß § 1 Abs. 3 VermAnlG) anzusehen ist, dürfte wesentlich von der vertraglichen Gestaltung der jeweiligen Fondsstruktur abhängen, also z.B. davon, ob der Initiator auch als geschäftsführender Treuhandkommanditist fungiert.

22 Schaut man auf die zivilrechtlichen Grundlagen sowie den Sinn und Zweck der aufsichtsrechtlichen Regelungen, erscheint diese Auffassung jedoch nicht überzeugend:

23 Der Anlagevermittlung und in noch stärkerem Maße der Anlageberatung (wobei die Grenzen hier fließend sind[16]) liegt zivilrechtlich gesehen eine Pflicht zur Fremdinteressenwahrung für den Anleger zugrunde.[17] Anlagevermittlung/-beratung werden allgemein als Geschäftsbesorgungsvertrag gemäß § 675 BGB eingeordnet, weil sie dessen Grundstruktur der selbstständigen und zugleich weisungsunterworfenen Tätigkeit des Geschäftsbesorgers zur Wahrung des Kundeninteresses (= Anlegerinteresses) entsprechen.[18] Anders als bei Verträgen des Interessengegensatzes (z.B. Kaufverträge) oder Verträgen der Interessengemeinschaft (z.B. Gesellschaftsverträge) besteht hier eine einseitige Interessenausrichtung auf den Geschäftsherrn (Anleger); die (Provisions-)Interessen des Geschäftsbesorgers (Anlagevermittlers/-beraters) sind nur in nachgeordnetem Maße rechtlich geschützt und stehen nicht im selben Maße im *do ut des*–Verhältnis wie etwa bei einem Kaufvertrag („hinkendes Synallagma"). Eine Folge dieser asymmetrischen Interessenstruktur von Fremdinteressenwahrungsverträgen ist eine erhöhte aufsichtsrechtliche Kontrolle der vom Geschäftsbesorger erbrachten Leistungen, etwa nach WpHG und KWG.[19]

24 In der hier in Frage stehenden Konstellation besteht jedoch ein derartiges Schutzbedürfnis der schwächeren Seite (d.h. des Anlegers) gerade nicht, da der Fondsinitiator lediglich mit seinen Vertriebspartnern in Kontakt tritt, nicht jedoch direkt mit den Anlegern, mit denen er kein Vertragsverhältnis eingeht. Die Vertriebspartner ihrerseits sind jedoch zukünftig nach Maßgabe der FinVermV i.V.m. § 34g GewO (freie Vermittler) bzw. des WpHG (Banken, Sparkassen und andere Wertpapierdienstleistungsunternehmen) aufsichtsrechtlich reguliert. Insoweit greift also der vom Gesetzgeber intendierte Schutzmechanismus auf der Ebene Vertriebspartner/Anleger ein. Für eine darüber hinausgehende aufsichtsrechtliche Erfassung des Fondsinitiators besteht insoweit kein Bedürfnis.

25 Im Verhältnis zu den Vertriebspartnern fehlt es ebenfalls an einer Anlagevermittlung, weil die Vertriebspartner selbst keine Fondsanteile erwerben, sondern nur vermitteln.

26 Die besseren Gründe dürften daher dafür sprechen, dass es sich bei der Einschaltung von Vertriebspartnern durch den Fondsinitiator nicht um eine Anlagevermittlung im Sinne von WpHG und KWG handelt.

5. Marktbezogene Dienstleistungen: Zweitmarkt

a) Anlagevermittlung

27 Wenn ein Initiator auf dem Zweitmarkt aktiv ist und in der oben beschriebenen Weise an der Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen der Anleger mitwirkt, erfüllt er den Tatbestand der Anlagevermittlung. Im Unterschied zum Direktvertrieb vermittelt der Initiator hier jedoch nicht das Zustandekommen eines Geschäfts (in Form des Beitritts) zwischen dem Anleger und der Fondsgesellschaft, sondern zwischen Anleger und Anleger. Letztere Konstellation wird indes von den Befreiungstatbeständen der § 2a Abs. 1 Nr. 7 e) WpHG, § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 8 e) KWG nicht erfasst.

28 Für einen Fondsinitiator, der neben dem Direktvertrieb auch auf dem Zweitmarkt aktiv ist, führt dies zu einer doppelt nachteiligen Konsequenz:

29 • Zum einen gerät er mit der von ihm auf dem Zweitmarkt erbrachten Anlagevermittlung in die Erlaubnispflicht nach § 32 KWG sowie die Verhaltensaufsicht nach §§ 31 ff. WpHG. Er profitiert also nicht von dem „leichteren" Gewerbeaufsichtsregime, das für die Anlagevermittlung im Primärmarkt gilt.

30 • Zum anderen muss davon ausgegangen werden, dass die im Rahmen des Direktvertriebes erbrachte Anlagevermittlung von der Zweitmarktvermittlung „infiziert" wird und ebenfalls unter das KWG/WpHG-Regime gerät. Denn der Fondsinitiator erbringt in dieser Konstellation nicht „ausschließlich" eine Anlagevermittlung zwischen Kunden und

Anbieter/Emittent, sondern zusätzlich die Anlagevermittlung zwischen Kunden und Kunden. Der Weg in das Gewerbeaufsichtsregime dürfte damit versperrt sein. Auch materiellrechtlich gibt es Unterschiede: So verpflichtet der aktuelle Entwurf der FinVermV die freien Anlagevermittler nicht zur Aufstellung und Einhaltung von Grundsätzen zur bestmöglichen Auftragsausführung (Best Execution). Dies verhält sich beim Vertrieb von geschlossenen Fonds unter dem Dach des WpHG anders: Wegen der Ausdehnung des Finanzinstrumentebegriffs auf geschlossene Fonds unterliegen Wertpapierdienstleistungsunternehmen der Pflicht, Ausführungsgrundsätze nach Maßgabe des § 33a WpHG aufzustellen, wenn sie einen Auftrag zum Erwerb oder zur Veräußerung eines Fondsanteils am Zweitmarkt entgegennehmen.

Für eine Vermittlung im Primärmarkt (also in der Platzierungsphase) gilt dies zwar grundsätzlich auch. Hier wird sich jedoch mangels alternativer Ausführungswege die Best Execution Policy auf die Feststellung beschränken dürfen, dass die Ausführung über den Emittenten erfolgt.

31 Um diese Konsequenzen zu vermeiden, können für einen Fondsinitiator folgende Gestaltungsalternativen in Betracht kommen:

32 (i) Der Initiator kann die Zweitmarktvermittlung von dem Direktvertrieb gesellschaftsrechtlich separieren, indem beide Dienstleistungen in rechtlich selbständigen Tochterunternehmen erbracht werden. Da keine konzernweite „Zusammenrechnung“ von Finanz- bzw. Wertpapierdienstleistungen für die Nutzung der Befreiungstatbestände in § 2a Abs. 1 Nr. 8e WpHG, § 2 Abs. 6, 6e KWG vorgesehen ist, ließe sich auf diese Weise zumindest der Direktvertrieb unter das Dach der Gewerbeaufsicht bringen. Der Nachteil einer solchen Lösung bestünde darin, dass sich der Initiator mit zwei Aufsichtsbehörden (Gewerbeaufsicht für den Direktvertrieb und BaFin für die Zweitmarktvermittlung) auseinanderzusetzen hätte.

33 (ii) Der Fondsinitiator könnte die Zweitmarktvermittlung so organisieren, dass er sich bei jedem vermittelten Geschäft selbst zwischen Käufer und Verkäufer als Gegenpartei stellt. Formal gesehen läge dann eine Anlagevermittlung zwischen dem verkaufenden Kunden und dem Initiator (= Anbieter) und eine weitere Anlagevermittlung zwischen dem kaufenden Anleger und dem Initiator (= Anbieter) vor. Eine solche Internalisierung der Zweitmarktvermittlung wäre jedoch mit einem hohen vertragstechnischen Aufwand verbunden. Zudem muss der Fondsinitiator bereit sein, den vermittelten Fondsanteil zumindest für eine „juristische Sekunde“ aufs eigene Buch zu nehmen. Ferner wären ggf. erforderliche Zustimmungen des Treuhänders bzw. der Fondsgeschäftsführung zur kurzzeitigen Übertragung des Fondsanteils auf den Initiator einzuholen. Schließlich könnte eine solche Gestaltung auch unter systematischen und teleologischen Gesichtspunkten als eine Vermittlung angesehen werden, für welche die o.g. Bereichsausnahmen des WpHG und KWG nicht greifen.

b) Multilaterales Handelssystem

34 Seit Umsetzung der MiFID im Jahre 2007 ist das Betreiben eines multilateralen Systems, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenführt, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt (= multilaterales Handelssystem), eine Wertpapierdienstleistung (§ 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 8 WpHG). Mit der „Aufwertung" von geschlossenen Fonds zu Finanzinstrumenten i.S.v. § 2 Abs. 2b WpHG stellt sich damit für die Betreiber von Zweitmarktplattformen die Frage, ob und unter welchen Bedingungen eine solche Plattform ein multilaterales Handelssystem darstellt.

35 Das Thema ist komplex und kann an dieser Stelle nicht erschöpfend behandelt werden. Als grobe Richtschnur im Sinne eines Negativkriteriums gilt: Solange der eigentliche Vertragsschluss zwischen Käufer und Verkäufer nicht innerhalb des vom Plattformbetreiber bereitgestellten Systems erfolgt, sondern von zwei außerhalb des Systems abzugebenden Willenserklärungen der Vertragsschließenden abhängt, ist mit guten Gründen vertretbar, dass kein multilaterales Handelssystem vorliegt.[20] Diese sowie die weiteren Voraussetzungen des § 2 Abs. 3 Satz 1 Nr. 8 WpHG wären ggf. einzelfallbezogen zu prüfen.

36 Liegt ein multilaterales Handelssystem vor, unterliegt sein Betreiber zahlreichen organisatorischen Pflichten (§ 31f WpHG). Hierzu zählen die Sicherstellung eines diskriminierungsfreien Zugangs zum multilateralen Handelssystem, notwendige Regelungen für dessen Betrieb, die Einhaltung von Kontrollverfahren, eine Überwachung des Zustandekommens von Preisen sowie Aufzeichnungs- und Informationspflichten.

37 Zusammenfassend lassen sich die Berührungspunkte zwischen den Aktivitäten eines Fondsinitiators und den vertriebsbezogenen Verhaltensweisen im Sinne des FinAnlVermAnlG graphisch wie folgt darstellen:

Direktvertrieb ohne Zweitmarktvermittlung	Direktvertrieb mit Zweitmarktvermittlung	Beauftragung Vertriebspartner	Zweitmarktvermittlung
Anlagevermittlung Kunde/Emittent	Anlagevermittlung Kunde/Emittent Anlagevermittlung Kunde/Kunde	kein Platzierungsgeschäft keine Anlagevermittlung	Anlagevermittlung Multilaterales Handelssystem?
→ § 34 GewO	→ §§ 31 ff. WpHG für beides	→ aufsichtsfrei	→ §§ 31 ff. WpHG

6. Fazit

38 Unter der Geltung des FinAnlVermAnlG werden sich Fondsinitiatoren nicht darauf zurückziehen können, dass sie in ihrer Rolle als Anbieter nicht im Fokus der neuen aufsichtsrechtlichen Regulierung nach dem FinAnlVermAnlG stehen. Vielmehr existieren zahlreiche Berührungspunkte zu dem neuen Aufsichtsregime, die einen aufsichtsrechtlichen „Risikocheck" erforderlich machen. Wie schmal dabei teilweise der Grad zwischen völliger Aufsichtsfreiheit, Regulierung nach der GewO und „voller" aufsichtsrechtlicher Erfassung nach dem WpHG verläuft, zeigt sich beispielhaft am Direktvertrieb und den Zweitmarktaktivitäten eines Fondsinitiators.

Dr. Lars Röh / Christoph Jacobs, LL.M.



Endnoten

1 Daneben erfüllt auch die Fondsgesellschaft als Emittentin die Anbietereigenschaft (*Hennrichs*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 8f VerkProspG Rn. 17; *Unzicker*, VerkProspG, 2010, § 8f Rn. 6.). Insbesondere die Prospektverantwortlichkeit wird aber regelmäßig ausschließlich vom Fondsinitiator übernommen, der insoweit ausdrücklich im Prospekt als „Anbieter" genannt wird.

2 „Pressemitteilung Branchenzahlenerhebung 2009", URL: http://www.vgf-branchenzahlen.de/ httpwwwvgf-branchenzahlendepressemitteilungenhtml/pressemitteilungen-vgf-branchenzahlen/pressemitteilung-branchenzahlenerhebung-2009.html, sowie „VGF Branchenzahlen 2010: Anleger investieren 13 Prozent mehr Eigenkapital in geschlossene Fonds", URL: http://www.vgf-online.de/directmail/pressemitteilung/

Endnoten (Fortsetzung)

vgf-branchenzahlen-2010-anleger-investieren-13-prozent-mehr-eigenkapital-in-geschlossene-fonds.html, zuletzt jeweils aufgerufen am 2. Mai 2011.

3 „VGF Branchenzahlen Geschlossene Fonds 2011“, S. 16, URL: http://www.vgf-branchenzahlen.de/fileadmin/VGF_Branchenzahlen_2011_alles/VGF_Branchenzahlen_Gesamtuebersicht.pdf, zuletzt aufgerufen am 2. Mai 2012.

4 *Sester*, ZBB 2008, 369, 379.

5 Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 8. April 2007, abrufbar unter http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/zweitmarkt-geschlossene-fonds-im-angebot-1358403.html (zuletzt aufgerufen am 2. Mai 2012).

6 Vgl. *Schwennicke*, in: ders./Auerbach, KWG, § 1 Rn. 77, 80; *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl. 2010, WpHG § 2 Rn. 69; *Fuchs*, in: ders., WpHG, § 2 Rn. 90; jeweils m.w.N.

7 BT-Drucks. 17/6051, S. 41 f.

8 Der Direktvertrieb wird nicht thematisiert bei *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36; *Bödeker*, GWR 2011, 278; *Kern/Wulfers*, WM 2011, 1489; *Wagner*, NZG 2011, 609; *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866; *Maas/Jäger*, BKR 2010, 316.

9 *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226, 1229, jedoch mit Appell an den Gesetzgeber, dies auf Wortlautebene des Gesetzes zu verankern.

10 Wortprotokoll und vorbereitende Stellungnahmen abrufbar unter http://www.bundestag.de/bundestag/ausschuesse17/a07/anhoerungen/2011/058/index.html (zuletzt aufgerufen am 29.9.2011).

11 BT-Drucks. 17/6051, S. 42 rechte Spalte.

12 *Versteegen*, in: KK-WpHG, 2007, § 2 Rn. 139; ähnlich *Fuchs*, in: ders., WpHG, 2009, § 2 Rn. 90; *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 2 WpHG Rn. 70; Assmann/Schneider/*Assmann*, WpHG, § 2 Rn. 81; Schäfer/Hamann/*Schäfer*, Kapitalmarktgesetze, § 2 WpHG Rn. 71.

13 *Schwennicke*/Auerbach, KWG, § 1 Rn. 77.

14 Demgemäß hält es *Versteegen*, in: KK-WpHG, 2007, § 2 Rn. 139, für nicht tatbestandsmäßig, wenn einer an einem Geschäft interessierten Partei lediglich geeignete Vermittler zugeführt werden.

15 *Volhard/Wilkens*, DB 2006, 2051, 2053.

16 Vgl. *v. Heymann/Edelmann*, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 4 Rn. 2.

17 Vgl. zum Folgenden *Weller*, ZBB 2011, 191, 196 ff. zur Anlageberatung sowie *Benedict*, ZIP 2005, 2129 ff. zur Anlagevermittlung.

18 *Heermann*, in: Münchner Kommentar, BGB, 5. Aufl. 2009, § 675 Rn. 123; *Benedict*, ZIP 2005, 2129, 2130; *Weller*, ZBB 2011, 191, 197.

19 *Weller*, ZBB 2011, 191, 198.

20 *Kumpan*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 2 WpHG Rn. 87 m.w.N.

| B |

Fondsvertrieb und Compliance – was kommt auf Banken und Sparkassen zu?

Worum geht es?

Der Vertrieb von geschlossenen Fonds ist bis heute vielfach ein „blinder Fleck" auf dem Auge der Compliance-Funktion von Banken und Sparkassen. Weil geschlossene Fonds und andere nicht wertpapiermäßig verbriefte Vermögensanlagen bislang nicht die Qualität von Finanzinstrumenten i.S.v. § 2 Abs. 2b WpHG hatten, wurde der Fondsvertrieb auch nicht als § 33 WpHG-relevant angesehen. Ob das wirklich sachgerecht war, darf zumindest mit Blick auf das Thema Interessenkonflikte bezweifelt werden: Wenn Kreditinstitute ihre Kunden zu einer Beteiligung an einem geschlossenen Fonds beraten, geschieht dies häufig nicht isoliert, sondern im Zusammenhang mit einer Beratung zu Wertpapieren (Aktien, Zertifikate etc.) oder anderen Finanzinstrumenten. Nach der Kick-back-Rechtsprechung des BGH ist der Anleger in Bezug auf sämtliche Anlageformen über Interessenkonflikte des Instituts aufzuklären.[1] Organisatorisch hat sich bei formaler Betrachtung die Bank/Sparkasse um Interessenkonflikte aber nur insoweit zu kümmern, als es in dem Beratungsgespräch um Finanzinstrumente geht (vgl. § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG). Geschlossene Fonds gehören bislang nicht hierzu. Das erscheint systematisch als wenig konsequent und unter dem Aspekt der Risikovermeidung für die Institute auch nicht sinnvoll. Es verwundert deshalb nicht, dass Kreditinstitute teilweise schon heute den Vertrieb von geschlossenen Fonds auf ihren Compliance-Schirm genommen haben. Der überwiegenden Praxis entspricht dies indes nicht.

Das wird sich mit Inkrafttreten des FinAnlVermAnlG zum 1. Juni 2012 ändern: Die Anwendung des § 33 WpHG auf den Vertrieb von Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG ist dann obligatorisch.[2] Sprich: Die Compliance-Funktion wird sich umfassend auch um den Vertrieb dieser Vermögensanlagen kümmern müssen. In diesem Beitrag soll dieser erweiterte Aufgabenkreis von Compliance mit einem Fokus auf die Themen Interessenkonflikte und Produkteinführung näher beleuchtet werden.

1. Die neuen Compliance-Pflichten im Überblick

1 Spielt man die Ausweitung der Compliance-Funktion auf den Vertrieb von geschlossenen Fonds und anderen Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG gedanklich durch, springen vor allem folgende organisatorische Pflichten ins Auge:

2 (i) die Pflicht zum angemessenen Umgang mit Interessenkonflikten;

3 (ii) die Einbindung der Compliance in die Prozesse zur Ausgestaltung und Prüfung neuer Produkte;

4 (iii) die Pflicht zur Ausgestaltung, Umsetzung und Überwachung von Vertriebsvorgaben unter Wahrung der Kundeninteressen;

5 (iv) die Pflicht zur Erbringung eines Sachkundenachweises für Compliance-Beauftragte.

2. Angemessener Umgang mit Interessenkonflikten

6 Wenn eine Bank oder Sparkasse Anteile an einem geschlossenen Fonds vertreibt und gleichzeitig mit dem Fondsinitiator in einer Geschäftsbeziehung steht, befindet sie sich regelmäßig in einem Interessenkonflikt. Beispielhaft sind folgende Konstellationen zu nennen, mit denen die Bank/Sparkasse zukünftig angemessen umgehen muss:

- Das Kreditinstitut hält eine gesellschaftsrechtliche (stille/atypische) Beteiligung an dem Fondsinitiator:
  Allein aufgrund seiner Beteiligung hat das Kreditinstitut ein erhebliches Interesse an einer erfolgreichen Fondsplatzierung. Denn die Provisionen und sonstigen weichen Kosten des Fonds, die das Fondshaus verdient, kommen über Ausschüttungen oder Steigerungen des Beteiligungswertes auch der Bank zugute. Dieses Interesse befindet sich in einem Konflikt mit dem Interesse des Kunden an einer anleger- und objektgerechten Beratung (§ 31 Abs. 4 WpHG), die ausschließlich an den Bedürfnissen des Kunden ausgerichtet sein muss und nicht dazu instrumentalisiert werden darf, eine vollständige Platzierung des Fonds zu befördern.

- Das Kreditinstitut hat die Eigenkapitalzwischenfinanzierung oder die Fremdfinanzierung der Fondsgesellschaft übernommen:
  Auch hier hat die Bank ein Interesse an einer erfolgreichen Fondsplatzierung, soweit hierdurch ihre eigene Finanzierung abgelöst wird.

- Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Kreditinstitut als Mutterunternehmen und dem Fondsinitiator bzw. dessen Aufsichtsgremien, z.B. dem Bei- oder Aufsichtsrat:
  Beirats- oder Aufsichtsratsmitglieder können Entscheidungen zum Nachteil der Anleger und zum Vorteil des Kreditinstituts beeinflussen.

- Schließlich: Das Kreditinstitut hat mit dem Fondsinitiator eine Vertriebsvereinbarung abgeschlossen, auf Grund deren ihm für die erfolgreiche Vermittlung von Fondsanteilen eine Vermittlungsprovision gewährt wird.

7 Das WpHG adressiert Interessenkonflikte in zweierlei Weise: zum einen auf der Ebene der Organisationspflichten (§ 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG) und zum anderen auf der Ebene der Verhaltenspflichten gegenüber dem Kunden (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG).

a) Organisationspflichten nach dem WpHG

8 Nach § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG hat ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen organisatorische Vorkehrungen zu treffen, die sicherstellen, dass Interessenkonflikte zwischen ihm selbst, einschließlich seiner Mitarbeiter und mit ihm verbundener Unternehmen (§ 1 Abs. 8 KWG), und seinen Kunden oder zwischen seinen Kunden untereinander identifiziert und Maßnahmen getroffen werden, um eine Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden. Für die Frage, welche Interessen in Blick zu nehmen sind, ist eine konzernweite Betrachtung maßgebend: Es geht nicht nur um das Institut selbst, sondern um die Unternehmensgruppe, der es angehört (§ 13 Abs. 2 Satz 2 und 3 WpDVerOV). Konkret bedeutet dies: Hält eine Bank eine Mehrheitsbeteiligung an einem Fondsinitiator und an einer Vertriebsgesellschaft, über die sie den Fondsvertrieb und sonstige Wertpapierdienstleistungen erbringt, wird der Vertriebsgesellschaft das Platzierungsinteresse des Fondshauses zugerechnet.

9 Welche Kategorien von Interessenkonflikten zu berücksichtigen sind, wird durch die Fallgruppen des § 13 Abs. 1 WpDVerOV konkretisiert. Demnach ist ein Interessenkonflikt u.a. dann anzunehmen, wenn

- das Unternehmen (bzw. Mitarbeiter/Konzernunternehmen) zu Lasten von Kunden einen finanziellen Vorteil erzielt oder einen Verlust vermeidet (Nr. 1),
- das Unternehmen ein mit dem Kundeninteresse nicht übereinstimmendes abweichendes Interesse am Ergebnis verfolgt (Nr. 2),
- das Unternehmen einen finanziellen oder sonstigen Anreiz hat, die Interessen eines Kunden oder einer Kundengruppe über die Interessen anderer Kunden zu stellen (Nr. 3).

Dabei gibt es keine gesetzlich konkretisierte Bagatellgrenze, unterhalb deren ein Interessenkonflikt trotz Vorliegens einer der o.g. Fallkonstellationen außer Betracht bleiben kann. Lediglich Kleinst- und Minimalkonflikte, denen ein vernünftiger Anleger keine Beachtung schenken würde, sollen unbeachtlich sein.[3] Es spricht daher viel dafür, dass z.B. bereits eine 5%ige gesellschaftsrechtliche Beteiligung der Bank an dem Fondsinitiator einen relevanten Interessenkonflikt begründen kann.[4]

10 Der praktische Umgang mit Interessenkonflikten ist nicht in das Belieben des Instituts gestellt, sondern hat in einem dreistufigen Prozess zu erfolgen[5]:

11 • **Erkennen:** Die Bank hat in einer Bestandsaufnahme mögliche Interessenkonflikte zu identifizieren und die Arten der vom Unternehmen erbrachten Wertpapierdienst- oder -nebendienstleistungen aufzuzeichnen, bei denen ein den Interessen eines Kunden abträglicher Interessenkonflikt aufgetreten ist (§ 13 Abs. 1 Satz 1 WpDVerOV). Als Instrument hierfür kann z.B. eine „Interessenkonfliktmatrix" dienen.[6]

12 • **Verhindern:** Die Bank hat Grundsätze für den Umgang mit Interessenkonflikten festzulegen und diese dann auch umzusetzen, um die Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden (z.B. durch die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen, sog. *Chinese Walls*, zur Begrenzung des Informationsaustauschs, die Etablierung geeigneter Vergütungssysteme und die Verhinderung unsachgemäßer Einflussnahme zur Wahrung der Unabhängigkeit von interessenkonfliktbehafteten Mitarbeitern), § 13 Abs. 2 und 3 WpDVerOV.[7]

13 • **Offenlegen:** Reichen die vorgenannten organisatorischen Vorkehrungen nicht aus, um nach vernünftigem Ermessen das Risiko einer Beeinträchtigung von Kundeninteressen zu vermeiden, müssen in einem dritten Schritt die Art und Herkunft des jeweiligen Interessenkonflikts den Kunden offengelegt werden (siehe dazu sogleich b).

b) Verhaltenspflichten

14 Die Pflicht, sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen, ist nicht nur eine organisatorische, sondern gilt auch unmittelbar gegenüber dem Kunden (§ 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG). Während die Organisationspflichten darauf gerichtet sind, Interessenkonflikte präventiv zu vermeiden, greifen die verhaltensbezogenen Anforderungen bei der Erbringung der einzelnen Wertpapierdienstleistung. Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen ist also verpflichtet, sich im konkreten Fall um eine Vermeidung von Interessenkollisionen zu bemühen (z.B. im Falle des konkurrierenden Eigenhandels).

15 Insoweit verlangt § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG i.V.m. § 13 Abs. 4 Satz 1 WpDVerOV, dass dem Kunden die Art und die Herkunft des Interessenkonflikts eindeutig offengelegt werden, und zwar vor der Durchführung des vom Kunden beabsichtigten Geschäfts.[8]

16 Die Offenlegung ist aber nach der Lesart des WpHG (bzw. der ihm zugrunde liegenden MiFID) nur die Ultima Ratio der Interessenkonfliktbewältigung. Erst wenn andere Vorkehrungen zur Konfliktvermeidung als nicht geeignet erscheinen, kann zum Mittel der Aufklärung gegriffen werden.[9]

c) Rechtsfolgen bei Verstößen

17 Verstöße gegen ein adäquates Interessenkonfliktmanagement im vorgenannten Sinne können zum einen aufsichtsrechtliche Konsequenzen seitens der Bundesanstalt für

Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Folge haben. Insoweit enthält § 39 Abs. 2 Nr. 15 b) WpHG einen eigenständigen Bußgeldtatbestand für den Verstoß gegen die Einrichtung einer Compliance-Funktion.

18 Ferner drohen dem Kreditinstitut zivilrechtliche Schadensersatzansprüche des Kunden wegen einer nicht objektgerechten Beratung. So ist seit der Kick-back-Rechtsprechung[10] anerkannt, dass die Nichtoffenlegung von relevanten Interessenkonflikten gegenüber dem Kunden eine Verletzung des mit dem Kunden bestehenden Beratungsvertrages beinhaltet, die einen Rückabwicklungsanspruch des Kunden auslöst.

d) Praktische Konsequenzen

19 Was bedeutet dies nun zukünftig für die Interessenkonfliktsteuerung durch die Compliance-Funktion von Banken und Sparkassen?

- Das Kreditinstitut muss so organisiert sein, dass die Compliance-Funktion frühzeitig Kenntnis von dem geplanten Fondsprojekt erhält und dadurch in die Lage versetzt wird, die hieraus resultierenden Interessenkonflikte zu identifizieren (siehe hierzu auch sogleich 3.).

- Ist die Bank/Sparkasse als Eigen- oder Fremdkapitalgeber bei dem Fondsinitiator oder der Fondsgesellschaft engagiert, ist durch die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen dafür zu sorgen, dass die einen Interessenkonflikt auslösenden Informationen, soweit diese nicht prospektrechtlich publiziert werden, von dem Bereich Privatkundengeschäft ferngehalten werden. Nur auf diese Weise lässt sich nachhaltig verhindern, dass die Anlageberatung zu den Fondsanteilen unbeeinflusst von etwaigen Eigeninteressen der Bank in ihrer Rolle als Gesellschafter und Kreditgeber vorgenommen werden kann. Dabei ist festzustellen, unter welchen Voraussetzungen ein bereichsüberschreitender Informationsfluss möglich sein muss (sog. *Wall Crossing*).

- Erst wenn eine Verhinderung der Interessenskonflikte nicht möglich ist, sind die Kunden in der individuellen Anlageberatung (vorsorglich) auf einen bestehenden Interessenkonflikt hinzuweisen. Dies ist insbesondere dann angezeigt, wenn die Vertraulichkeitsbereiche nicht geeignet sind, Interessenkonflikte wirksam zu verhindern. Dies ist u.a. der Fall, wenn die den jeweiligen Interessenkonflikt begründenden Umstände bereits bekannt sind (z.B. bei öffentlich bekannten gesellschaftsrechtlichen Beteiligungen oder bei personellen Verflechtungen, die nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung offenzulegen sind, siehe hierzu D). Die Offenlegung sollte durch geeignete Arbeits- und Organisationsanweisungen abgesichert und in dem zukünftig auch für die Beratung zu geschlossenen Fonds zu erstellenden Beratungsprotokoll dokumentiert werden.

3. Einbeziehung der Compliance-Funktion in die Produktprüfung

a) Vorgaben der MaComp

20 Die Compliance-Funktion eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens muss die Angemessenheit und Wirksamkeit der Grundsätze und Vorkehrungen zur Aufdeckung und Verhinderung der Gefahr der Verletzung des WpHG, insbesondere der §§ 31 ff. WpHG, überwachen, regelmäßig bewerten und etwaige Mängel beseitigen (§ 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 6 WpHG). Hieraus ergibt sich zwar für die Compliance-Funktion ein starker (nachläufiger) ex post-Kontrollansatz. Anders als die interne Revision hat die Compliance-Funktion aber auch präventiv tätig zu werden, AT 6 Nr. 1 Satz 2 MaComp. Diese Pflicht wird durch die MaComp dahin gehend konkretisiert, dass Compliance insbesondere in die „Prozesse zur Ausgestaltung und Prüfung neuer Produkte“ einzubeziehen ist, BT 1.2. Tz. 3 Satz 1 2. Spiegelstrich MaComp. BT 1.2. Tz. 3 Satz 2 MaComp weist der Compliance-Funktion insoweit sogar „Interventionsrechte bei Produktgenehmigungsprozessen“ zu.

21 Anlass für die Einbeziehung der Compliance-Funktion in Prozesse zur Ausgestaltung und Prüfung neuer Produkte war die Empfehlung von Lehman-Zertifikaten und anderen strukturierten Produkten durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die teilweise zu hohen Wertverlusten für die Anleger und einem starken Vertrauensverlust in die Beratungsqualität der Institute führten.[11] Nach einer von einem maßgeblichen Vertreter der BaFin in der Literatur vertretenen Ansicht muss Compliance allerdings nicht bei jedem neuen Produkt beteiligt werden.[12] Entscheidend sei, dass Compliance bei der Aufnahme einer neuen Produktlinie in den Vertrieb eingebunden ist. Hier empfehle sich, einen „Kriterienkatalog" aufzustellen. Die Beteiligung von Compliance lediglich bei neuen Produktlinien dürfe allerdings – insbesondere durch eine weite Grenzziehung der Produktlinie – nicht zu einer Umgehung der MaComp-Vorgabe führen. So wäre etwa eine Produktlinie „Zertifikate" nicht mit der Intention der Regelung vereinbar.[13]

22 Ab dem 1. Juni 2012 wird die Compliance-Funktion in der von den MaComp vorgesehenen Weise auch bei Aufnahme von geschlossenen Fonds in das Anlageprogramm der Bank oder Sparkasse einzubeziehen sein. Was das konkret bedeutet, lässt sich derzeit noch nicht endgültig abschätzen. Folgende „Leitlinien“ zeichnen sich anhand der o.g. Interpretationen der MaComp in der Literatur ab:

- Die Compliance-Funktion in Banken und Sparkassen wird sich nicht darauf zurückziehen können, dass geschlossene Fonds generell bereits als „Produktlinie“ eingeführt seien und ihre Mitwirkung deshalb bei der Aufnahme neuer geschlossener Fonds in das Anlageprogramm nicht erforderlich sei.

- Vielmehr wird ein Kriterienkatalog aufzustellen sein, aus dem sich ergibt, welche „Produktlinien“ gebildet werden können und wann die Compliance-Funktion insoweit einzubeziehen ist. Beispiel: Zusammenfassung aller geschlossenen Fonds mit

einer Fremdkapitalquote von > x % und/oder einer Risikostreuung < y Assetklassen in jeweils einer Produktlinie.

- Ist demnach eine Einbeziehung der Compliance-Funktion erforderlich, weil es um die Einführung einer neuen Produktlinie geht, wird Compliance die Geeignetheit dieser Produktlinie für die einzelnen Kundensegmente der Sparkasse/Bank zu bewerten haben.

- Kommt die Compliance-Funktion zu dem Ergebnis, dass die neue Produktlinie für bestimmte Kundengruppen ungeeignet ist, hat sie diese Auffassung im Rahmen des Produkteinführungsprozesses zu äußern und muss ggf. im Rahmen ihres Eskalationsrechtes eine Entscheidung des Vorstandes hierüber herbeiführen. Notfalls wird sie von ihrem Recht, vorläufige Maßnahmen zu treffen, nach § 12 Abs. 3 Satz 2 WpDVerOV Gebrauch machen müssen.

b) Berührungspunkte mit der zivilrechtlichen Plausibilitätsprüfung

23 Eine ähnliche Verpflichtung wurde von der Rechtsprechung auf zivilrechtlicher Ebene bereits im Jahre 1987 entwickelt. So hat der BGH entschieden, dass eine Sparkasse, die einen geschlossenen Immobilienfonds in ihr Angebot aufgenommen hat, verpflichtet ist, die Prospektangaben auf Plausibilität hin zu überprüfen.[14] Dementsprechend muss geprüft werden, ob der Prospekt ein in sich schlüssiges Gesamtbild über das Beteiligungsobjekt gibt, ob das Anlagekonzept wirtschaftlich tragfähig ist und ob die im Prospekt enthaltenen Informationen, soweit eine Überprüfung mit zumutbarem Aufwand möglich ist, sachlich vollständig und richtig sind.[15]

24 In Fällen der Anlageberatung gelten nach der Rechtsprechung des XI. Zivilsenats noch strengere Anforderungen: Der Anlageinteressent dürfe davon ausgehen, dass seine ihn beratende Bank, der er sich anvertraut, die in ihr Anlageprogramm aufgenommenen Kapitalanlagen selbst als „gut“ befunden hat. In Bezug auf das Anlageobjekt habe die Bank eine Anlage, die sie empfehlen will, daher nicht nur auf Plausibilität, sondern mit „banküblichem kritischem Sachverstand“ zu prüfen.[16]

25 Zwischen der aufsichtsrechtlichen Pflicht zur Begleitung der Produkteinführung nach den MaComp und der zivilrechtlichen Pflicht zur bankeigenen Prüfung von neuen Produkten bestehen deshalb Berührungspunkte. Vor diesem Hintergrund könnte sich anbieten, die Compliance-Funktion auch in die zivilrechtliche Plausibilitätsprüfung einzubeziehen bzw. insgesamt einen sowohl die aufsichts- als auch die zivilrechtlichen Vorgaben umfassenden Produkteinführungsprozess unter Einbeziehung von Compliance zu implementieren.

4. Vertriebsvorgaben

26 Ein viel diskutiertes Thema in der Kreditwirtschaft sind die seit dem Inkrafttreten des AnsFuG zum 11. April 2011 geltenden Anforderungen an die Ausgestaltung von Vertriebsvorgaben.

27 Vertriebsvorgaben sind nach der Legaldefinition in § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3a WpHG „Grundsätze und Ziele, die den Umsatz, das Volumen oder den Ertrag der im Rahmen der Anlageberatung empfohlenen Geschäfte unmittelbar oder mittelbar betreffen". Sie müssen so ausgestaltet, umgesetzt und überwacht werden, dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden. Zu dieser allgemeinen Definition lassen sich der Gesetzesbegründung folgende konkretisierenden Hinweise entnehmen:

28 *„Gerade im Massengeschäft entsteht ein Spannungsfeld zwischen den Kundeninteressen, als Kernanliegen der Anlageberatung, und den Unternehmensinteressen der Gewinnerzielung und -maximierung. In der Praxis hängen solche Vorgaben sowohl von dem Umsatz als auch dem Volumen oder dem vom Unternehmen mit dem Vertrieb erzielten Ertrag ab. Sie treten auch – je nach Struktur und Größe des Unternehmens – in verschiedensten Formen zu Tage, beispielsweise direkt, als Vorgaben für einzelne Mitarbeiter oder Abteilungen, Absatzvorgaben für Zweigstellen, Niederlassungen oder sonstige betriebliche Organisationseinheiten, oder auch mittelbar aufgrund von Zielvereinbarungen mit Mitarbeitern, Anreiz- und Bonussystemen oder in der Verteilung von Zuwendungen im Sinne von § 31d des Wertpapierhandelsgesetzes. Erfasst von dieser neuen Vorschrift werden sämtliche Erscheinungsformen, in denen Vertriebsvorgaben in verschiedenen Organisationsebenen oder -einheiten eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens auftreten können. Beispielsweise kann die Ausgestaltung in der Gestalt einer Vertriebsvorgabe seitens des Vorstandes erfolgen, jedoch auch heruntergebrochen als abgeleitete Vorgabe für eine Organisationseinheit, wie z.B. Geschäftsbereiche oder eine einzelne Filiale, umgesetzt werden. Entsprechend der jeweiligen Erscheinungform können Kundeninteressen in unterschiedlicher Art beeinträchtigt werden. Umso wichtiger ist es im Rahmen einer Anlageberatung, dass solche Vertriebsvorgaben, die in erster Linie den Geschäftsinteressen der Unternehmen und nicht der Wahrnehmung von Kundenanliegen dienen, auf ihre Wechselwirkung mit den Kundeninteressen hin überprüft werden. Die neue Nr. 3a stellt dies klar und verpflichtet die Wertpapierdienstleistungsunternehmen sicherzustellen, dass Kundeninteressen durch die Vertriebsvorgaben und -interessen des Unternehmens nicht gefährdet werden dürfen."*

29 Jenseits dieser Umschreibungen sind die Dinge noch sehr im Fluss. Insbesondere hat sich die BaFin noch nicht verbindlich dazu geäußert, was sie unter Vertriebsvorgaben genau versteht.[17]

30 Unabhängig davon, wie noch weitere Festlegungen zur Reichweite des Begriffs „Vertriebsvorgabe" durch die Aufsichtspraxis erfolgen werden, hat die Compliance-Funktion einer Bank/Sparkasse zukünftig auch Vertriebsvorgaben für geschlossene Fonds und andere Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG auf ihre Kompatibilität mit den Kundeninteressen hin zu prüfen und zu bewerten.

5. Sachkunde von Compliance-Beauftragten

31 Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass sich die nach § 34d Abs. 3 WpHG i.V.m. § 3 WpHGMaAnzV[18] erforderliche Sachkunde des Compliance-Beauftragten ab dem 1. Juni 2012 auch auf geschlossene Fonds und andere Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG zu erstrecken hat.

32 Dieser Sachkundenachweis wird sicherlich viele Häuser, die bislang ihre Compliance-Funktion nicht auf geschlossene Fonds erstreckt haben, vor Herausforderungen stellen. Ggf. bietet sich an, den Compliance-Beauftragten spezielle Schulungen zukommen zu lassen, in denen die gesellschafts-, steuer- und prospektrechtlichen Grundlagen von Beteiligungen an geschlossenen Fonds vermittelt werden.

Dr. Roman Dörfler, LL.M. / Dr. Ansgar Pallasky, LL.M.

Endnoten

1 Vgl. nur BGH, Beschl. v. 20.01.2009 – XI ZR 510/07, WM 2009, 405 ff. (Kick Back III).

2 Siehe hierzu auch *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226, 1230; *Wagner*, NZG 2011, 609, 612.

3 *Fuchs*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, 2009, § 31 Rn. 52; *Möllers*, in: KK-WpHG, 2007, § 31 Rn. 106; *Schäfer/Russo*, in: Renz/Hense, Wertpapier-Compliance, 2010, S. 607, 614 Rn. 12.

4 So auch der Schwellenwert für die Offenlegung von „wesentlichen Beteiligungen" im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen gemäß § 5 Abs. 3 Satz 2 FinAnV.

5 *Assmann*, ÖBA 2007, 40, 43 f.; *Schäfer/Russo*, in: Renz/Hense, Wertpapier-Compliance, 2010, S. 607, 612 Rn. 7; *Schmies*, in: Renz/Hense, Organisation der Wertpapier-Compliance-Funktion, 2012, I. 3, Rn. 54 ff.

6 Siehe hierzu *Schmies*, in: Renz/Hense, Organisation der Wertpapier-Compliance-Funktion, 2012, I. 3., Rn. 58; *Göres*, in: von Böhlen/Kan, MiFID-Kompendium, 2008, S. 310.

7 *Schmies*, in: Renz/Hense, Organisation der Wertpapier-Compliance-Funktion, 2012, I. 3., Rn. 60 ff.

8 Siehe hierzu auch *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, 2008, § 31 Rn. 71.

9 *Assmann*, ÖBA 2007, 40, 46; *Spindler/Kasten*, AG 2006, 785, 791.

10 BGHZ 170, 226 ff.

11 *Schäfer*, BKR 2011, 187, 191.

12 *Schäfer*, BKR 2011, 187, 191; strenger wohl *Dost*, in: Renz/Hense, Organisation der Wertpapier-Compliance-Funktion, 2012, IV. 1, Rn. 20: Einbeziehung auf Einzelproduktebene.

13 Zum Ganzen *Schäfer*, BKR 2011, 187, 192.

14 BGHZ 100, 117.

15 Vgl. BGH, Urt. v. 17.02.2011 – III ZR 144/10, WM 2011, 502, 506 m.w.N. zur Rechtsprechung.

16 BGH, NJW 2008, 3700; BGH, NJW 1993, 2433 (Bond).

17 Insoweit wird in der Literatur z.B. zwischen „Vertriebsvorgaben im weiteren Sinne" (= allgemeine Ertragsplanung) und „harten" Vertriebsvorgaben an einzelne Mitarbeiter oder Filialen unterschieden. Nur Letztere sollen im Rahmen des § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3a WpHG relevant sein, *Renz/Sartowski*, CCZ 2012, 67, 68.

18 Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte und über die Anzeigepflichten nach § 34d des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung – WpHGMaAnzV) vom 21.12.2011, BGBl. I 2011, 3116 ff., siehe hierzu *Renz/Sartowski*, CCZ 2012, 67 ff.

| C |

... und noch ein „Beipackzettel“ – Haftungsfragen rund um das Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)

Worum geht es?

Nach § 13 VermAnlG muss ein Anbieter, der im Inland Vermögensanlagen i.S.v. § 1 Abs. 2 VermAnlG öffentlich anbietet, ein Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) erstellen, das auf wenigen Seiten die wesentlichen Informationen über die Vermögensanlage in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise enthält.

Das VIB fügt sich in einen gesetzgeberischen Trend, der mit dem AnsFuG und dem OGAW-IV-Umsetzungsgesetz seinen Anfang nahm: die Verdichtung aller wesentlichen Anlageinformationen in einem kurzen, überblicksartigen Dokument. So sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen bereits seit dem 1. Juli 2011 verpflichtet, ihren Kunden im Falle einer Beratung ein leicht verständliches Produktinformationsblatt (PIB) über das empfohlene Finanzinstrument zur Verfügung zu stellen (§ 31 Abs. 3a WpHG, § 5a WpDVerOV). Ebenfalls seit dem 1. Juli 2011 haben Kapitalanlagegesellschaften dem Anlegerpublikum „wesentliche Anlegerinformationen“ (engl. Key Investor Information) über öffentlich vertriebene Investmentfonds zugänglich zu machen (§ 42 Abs. 1 Satz 1, § 121 Abs. 1 Satz 1 InvG). Das VIB stellt hierzu das Pendant für nicht wertpapiermäßig verbriefte Vermögensanlagen dar.

Die Beweggründe des Gesetzgebers liegen auf der Hand: Mehrere hundert Seiten umfassende Wertpapier- und Verkaufsprospekte eignen sich regelmäßig nicht für eine effektive Aufklärung und Beratung. Da liegt es nahe, dem Anleger zusätzlich einen „Beipackzettel“ an die Hand zu geben, der ihn kurz und verständlich über die Anlage informieren und ihm ermöglichen soll, unterschiedliche Anlagen miteinander zu vergleichen.[1]

Wie bei jeder neuen aufsichtsrechtlichen Pflicht stellt sich auch im Zusammenhang mit der Erstellung des VIB die Frage, welche Haftungsrisiken aus einer Pflichtverletzung erwachsen können. Hierum soll es in dem nachfolgenden Beitrag gehen.

1. Wer hat das VIB zu erstellen?

1 Ebenso wie wesentliche Anlegerinformationen nach § 42 Abs. 2–2c, § 121 Abs. 1 Satz 1 InvG durch Kapitalanlagegesellschaften zu erstellen sind, wenn diese Investmentfonds auflegen, trifft die Pflicht zu Erstellung eines VIB die Person, die eine Vermögensanlage im Inland öffentlich anbietet (§ 13 Abs. 1 VermAnlG).[2]

2 Anbieter einer Vermögensanlage i.S.d. § 13 VermAnlG ist derjenige, der für das öffentliche Angebot der Vermögensanlage verantwortlich ist und/oder den Anlegern gegenüber nach außen erkennbar als Anbieter auftritt.[3] Dies ist bei geschlossenen Fonds jedenfalls der Fondsinitiator, der die Platzierung der Anteile beim Publikum übernimmt und sich im Verkaufsprospekt häufig selbst als „Anbieter“ bezeichnet. Zu den Anbietern können ferner der Emittent sowie die Hintermänner gehören, welche die Anlage maßgeblich entwickelt und umgesetzt haben.[4]

2. Wer hat das VIB dem Anleger zur Verfügung zu stellen?

a) Wertpapierdienstleistungsunternehmen/freie Vermittler

3 Banken und Sparkassen sowie freie Vermittler, die der Fondsinitiator mit dem Vertrieb der Vermögensanlage beauftragt hat, sind nicht Anbieter i.S.d. § 13 VermAnlG und müssen daher *kein* VIB *erstellen*. Sie haben jedoch im Falle einer Anlageberatung, die sich auf eine Kaufempfehlung an Privatkunden bezieht[5], dem Anleger zu jedem empfohlenen Finanzinstrument ein VIB *zur Verfügung zu stellen*. Für Wertpapierdienstleistungsunternehmen i.S.d. § 2 Abs. 4 WpHG ergibt sich dies aus § 31 Abs. 3a Satz 4 WpHG n.F., wonach an die Stelle des Produktinformationsblattes (PIB) im Falle der Kaufempfehlung für eine Vermögensanlage das VIB tritt. Eine entsprechende Regelung sieht § 15 Nr. 4 FinVermV-E[6] für die freien Vermittler vor. Wertpapierdienstleistungsunternehmen und freie Vermittler können insoweit also auf das vom Anbieter erstellte VIB zurückgreifen (siehe zu den daraus resultierenden Haftungsfragen unten, Rn. 32). Der Gesetzgeber folgt insoweit dem bereits für die wesentlichen Anlegerinformationen gefundenen Regelungsmechanismus in § 31 Abs. 3a Satz 3 WpHG (bzw. § 15 Nr. 1–3 FinVermV-E) und schreibt diesen für das VIB fort.

b) Anbieter

4 Auch der Anbieter selbst ist unter bestimmten Bedingungen verpflichtet, dem Anleger das VIB zur Verfügung zu stellen:

5 Nach § 15 Abs. 1 Satz 1 VermAnlG hat der Anbieter dem Anlageinteressenten

- während der Dauer des öffentlichen Angebots der Vermögensanlage
- auf Verlangen die aktuelle Fassung des VIB in Textform[7] oder
- auf (weiteres) Verlangen in Papierform zu übermitteln.

6 In der Gesetzesbegründung wird angeregt, die Übermittlung des VIB nicht von der Zahlung eines Entgeltes abhängig zu machen. Bei diesem Appell[8] dürfte es sich zwar nicht um eine die Anbieter bindende Äußerung handeln. Es ist allerdings zu vermuten, dass etwaige Übermittlungskosten in der Praxis nicht individuell auf den Anleger umgelegt, sondern über die Eigenkapitalvermittlungsvergütung des Anbieters finanziert werden.

7 Vertreibt der Anbieter die Vermögensanlagen selbst (Eigen- oder Direktvertrieb, siehe dazu A. Rn. 5), hat der Anbieter dem Anleger – auch ohne dessen ausdrückliches Verlangen – das VIB rechtzeitig vor Vertragsschluss zur Verfügung zu stellen (§ 15 Abs. 2 Satz 1 VermAnlG).

8 Schließlich hat der Anbieter während der Dauer des öffentlichen Angebots nach § 13 Abs. 5 Satz 2 VermAnlG eine aktuelle Fassung des VIB auf seiner Internetseite bereitzustellen und bei der BaFin zu hinterlegen (§ 14 Abs. 1 VermAnlG) bzw. im Falle einer Aktualisierung die aktualisierte Fassung an die BaFin zu übermitteln (§ 14 Abs. 3 VermAnlG).

3. Welchen Inhalt hat das VIB?

9 Der obligatorische Umfang und Inhalt des VIB ist in § 13 VermAnlG geregelt, der sich eng an die Vorgaben für das PIB (§ 5a WpDVerOV) anlehnt.

10 Das VIB hat die wesentlichen Informationen über die Vermögensanlagen in übersichtlicher und leicht verständlicher Weise auf nicht mehr als drei DIN-A4-Seiten zu enthalten (§ 13 Abs. 2 Satz 1 und 2 VermAnlG). Die Angaben müssen redlich sowie eindeutig und dürfen nicht irreführend sein. Ferner müssen die Angaben mit den einschlägigen Teilen des Verkaufsprospekts übereinstimmen und ohne Hinzuziehung weiterer Dokumente verständlich sein (§ 13 Abs. 4 Satz 1–3 VermAnlG). Zuletzt darf sich das VIB ausschließlich auf eine bestimmte Vermögensanlage beziehen und keine werbenden oder sonstigen Informationen enthalten (§ 13 Abs. 4 Satz 4 VermAnlG).

11 § 13 Abs. 2 Satz 2 Nr. 1–5 VermAnlG sieht einen Katalog der im Einzelnen erforderlichen Angaben vor

- zur Art der Vermögensanlage (Nr. 1),
- zu Anlagestrategie, Anlagepolitik und den Anlageobjekten (Nr. 2),
- zu den mit der Vermögensanlage verbundenen Risiken (Nr. 3),
- zu den Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen (Nr. 4)
- sowie zu den mit der Vermögensanlage verbundenen Kosten und Provisionen (Nr. 5).

12 Nach § 13 Abs. 3 Nr. 1–5 VermAnlG muss das VIB jeweils einen Hinweis enthalten

- auf die Identität des Anbieters (Nr. 1),
- dass das VIB nicht der Prüfung durch die BaFin unterliegt (Nr. 2),
- auf den Verkaufsprospekt sowie darauf, wo und wie dieser erhältlich ist und dass er kostenlos angefordert werden kann (Nr. 3),
- dass der Anleger eine etwaige Anlageentscheidung bzgl. der betroffenen Vermögensanlagen auf die Prüfung auch des Verkaufsprospekts stützen sollte (Nr. 4),
- dass Ansprüche auf der Grundlage einer in dem VIB enthaltenen Angabe nur dann bestehen können, wenn die Angabe irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Teilen des Verkaufsprospekts vereinbar ist und wenn die Vermögensanlage während der Dauer des öffentlichen Angebots, spätestens jedoch innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Vermögensanlage im Inland, erworben wird (Nr. 5).

13 Der Anbieter unterliegt zudem einer Aktualisierungspflicht. So hat er die in dem VIB enthaltenen Angaben während der Dauer des öffentlichen Angebots zu aktualisieren, wenn sie unrichtig oder unvereinbar mit den Angaben im Verkaufsprospekt sind oder wenn ergänzende Angaben in einem Nachtrag zum Verkaufsprospekt veröffentlicht werden (§ 13 Abs. 5 Satz 1 VermAnlG). Eine aktualisierte Fassung des VIB muss in diesem Zeitraum stets auf der Internetseite des Anbieters zugänglich sein und bei den im Verkaufsprospekt angegebenen Stellen bereitgehalten werden (§ 13 Abs. 5 Satz 2 VermAnlG).

14 Die Pflichtangaben des VIB weichen in einigen Punkten von den für die wesentlichen Anlegerinformationen geltenden Pflichtangaben ab. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Gesetzgeber das PIB und das VIB auf rein nationaler Ebene geregelt hat, während die §§ 42, 127 Abs. 2 InvG in Umsetzung der OGAW-IV-Richtlinie auf harmonisiertes Gemeinschaftsrecht zurückgehen.

15 § 13 Abs. 6 VermAnlG ermächtigt das Bundesfinanzministerium, durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen zu erlassen. Diese Ermächtigung kann die Bundesregierung auf die BaFin delegieren. Ein entsprechender Verordnungsentwurf liegt jedoch bislang nicht vor.

4. Welche Haftungsrisiken bestehen für den Anbieter?

16 Verletzt der Anbieter seine sich aus dem VermAnlG ergebenden Pflichten, drohen ihm ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionen und zivilrechtliche Haftungsrisiken.

a) Ordnungswidrigkeiten

17 Der Anbieter handelt ordnungswidrig, wenn er vorsätzlich oder leichtfertig ein VIB nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig erstellt (§ 29 Abs. 1 Nr. 6

VermAnlG), eine im VIB gemachte Angabe nicht rechtzeitig aktualisiert (§ 29 Abs. 1 Nr. 7 VermAnlG) oder das VIB nicht bei der BaFin hinterlegt (§ 29 Abs. 1 Nr. 8 VermAnlG) bzw. eine aktualisierte Fassung nicht an die BaFin übermittelt hat (§ 29 Abs. 1 Nr. 8 VermAnlG). Im Falle eines fehlerhaften VIB kann die BaFin als zuständige Verwaltungsbehörde (§ 29 Abs. 4 VermAnlG) eine Geldbuße von bis zu 500.000 € und im Falle eines Verstoßes gegen die oben dargestellte Aktualisierungs-, Hinterlegungs- und Übermittlungspflicht eine Geldbuße von bis zu 50.000 € verhängen (§ 29 Abs. 3 VermAnlG).

b) Schadensersatzhaftung des Anbieters nach § 22 VermAnlG

18 Der Anbieter kann sich zudem schadensersatzpflichtig machen, wenn die Angaben im VIB nicht richtig sind. In § 22 VermAnlG ist eine spezielle Anspruchsgrundlage für eine solche Schadensersatzhaftung vorgesehen. Deren Voraussetzungen weisen weitgehende Parallelen zum Haftungstatbestand des § 127 Abs. 2 InvG (Haftung für fehlerhafte wesentliche Anlegerinformationen) auf.

aa) Tatbestand und Zurechenbarkeit

19 Der Anbieter haftet dem Anleger auf Schadensersatz, wenn die Angaben im VIB irreführend, unrichtig oder mit den einschlägigen Stellen des Verkaufsprospekts unvereinbar sind (§ 22 Abs. 1 Nr. 1 VermAnlG). Eine Haftung kommt indes nur in Betracht, wenn das Erwerbsgeschäft

- nach Veröffentlichung des Verkaufsprospekts und
- während der Dauer des öffentlichen Angebots,
- spätestens jedoch innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Vermögensanlagen

abgeschlossen wurde (§ 22 Abs. 1 Nr. 2 VermAnlG).

20 Nach § 22 Abs. 3 VermAnlG ist eine Schadensersatzhaftung des Anbieters ausgeschlossen, wenn er die Unrichtigkeit des VIB nicht kannte oder infolge grober Fahrlässigkeit nicht kannte. Die fehlende Kenntnis bzw. nicht grob fahrlässig verschuldete Unkenntnis ist vom Anbieter nachzuweisen.

bb) Keine Haftung für Unvollständigkeit

21 Nach dem Willen des Gesetzgebers haftet der Anbieter nach § 22 Abs. 1 VermAnlG nicht für die Vollständigkeit des VIB.[9] Der Anleger kann den Anbieter folglich nicht mit der Begründung in Anspruch nehmen, dass in dem VIB bestimmte Informationen nicht enthalten waren.[10] Diese Einschränkung, die gemäß § 127 Abs. 2 InvG auch für die wesent-

lichen Anlegerinformationen gilt[11], beruht darauf, dass ein VIB seiner Funktion nach nicht den gleichen Aufklärungsumfang bieten kann wie ein Verkaufsprospekt. Würde der Anbieter dafür haften, dass z.B. die Anlagepolitik und die mit der Vermögensanlage verbundenen Risiken (beides Mindestinhalte des VIB nach § 13 Abs. 2 VermAnlG) genauso ausführlich wie im Verkaufsprospekt, nur eben auf maximal drei Din-A4-Seiten erläutert werden, würde ihm die „Quadratur des Kreises" abverlangt. Jedenfalls liefe eine hieraus resultierende Informationsüberfrachtung des VIB dem Sinn und Zweck des VIB zuwider, dem Anleger eine kurze und verständliche Information zur Verfügung zu stellen.[12] Das VIB soll also weder den Verkaufsprospekt ersetzen noch die einzige Informationsquelle des Anlegers sein.[13] Insoweit erscheint die Ausklammerung des Vollständigkeitsgebots aus der Haftungsnorm des § 22 VermAnlG konsequent.

cc) Beweislast für die Kausalität

22 Die Schadensersatzregelung in § 22 Abs. 1 VermAnlG bürdet dem Anleger die Beweislast dafür auf, dass das fehlerhafte VIB für die Anlageentscheidung kausal war („auf Grund").[14] Damit sieht der Gesetzgeber die gleiche Beweislastverteilung vor wie schon bei der Haftung für fehlerhafte wesentliche Anlegerinformationen nach § 127 Abs. 2 InvG. Bei der gesetzlichen Prospekthaftung für Verkaufsprospekte wird die Kausalität hingegen vermutet und muss vom Anbieter gegebenenfalls widerlegt werden (vgl. § 20 Abs. 4 Nr. 1 VermAnlG).

dd) Haftungsausschlusstatbestände nach § 22 Abs. 4 VermAnlG

23 Ein Schadensersatzanspruch scheidet aus, wenn dem Erwerber die Unrichtigkeit der Angaben im VIB beim Erwerb positiv bekannt war (§ 22 Abs. 4 Nr. 1 VermAnlG).

24 Eine Haftung kommt ferner nicht in Betracht, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige Angaben im VIB enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Erwerbspreises der Vermögensanlagen beigetragen hat (§ 22 Abs. 4 Nr. 2 VermAnlG). Die §§ 20, 21 VermAnlG sehen eine entsprechende Einschränkung für die spezialgesetzliche Prospekthaftung vor und schreiben damit das bereits aus § 45 Abs. 2 Nr. 2 BörsG a.F. und § 13 VerkProspG a.F. (§§ 21, 22 WpPG n.F.[15]) bekannte Haftungsausschlussmodell fort. Die Rechtsprechung des BGH zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, wonach eine Ersatzpflicht bereits dann besteht, wenn der Anleger in seiner wirtschaftlichen Dispositionsfreiheit eingeschränkt wird[16], wurde im gesetzlichen Haftungstatbestand des § 22 VermAnlG nicht übernommen. Eine Schadensersatzhaftung scheidet daher insbesondere aus, wenn andere Umstände als der im VIB unrichtig dargestellte Sachverhalt für den Wertverlust der Anlage kausal waren. Die Beweislast dafür, dass der unrichtig dargestellte Sachverhalt nicht zu einer Minderung des Erwerbspreises geführt hat, dürfte den Anbieter treffen.[17]

ee) Umfang der Schadensersatzhaftung

25 Als Schadensersatz kann der Anleger vom Anbieter die Übernahme der Vermögensanlage gegen Erstattung des Erwerbspreises verlangen, soweit dieser den ersten Erwerbspreis der Vermögensanlagen überschreitet (Rückabwicklung). Daneben kann der Anbieter den Ersatz der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen (§ 22 Abs. 1 VermAnlG).

26 Ist der Erwerber nicht mehr Inhaber der Vermögensanlage, kann er die Zahlung des Differenzbetrages zwischen dem Erwerbspreis – soweit dieser den ersten Erwerbspreis nicht überschreitet – und dem Veräußerungspreis der Vermögensanlagen sowie die Zahlung der mit dem Erwerb und der Veräußerung verbundenen üblichen Kosten verlangen (§ 22 Abs. 2 VermAnlG).

ff) Keine vertragliche Abdingbarkeit

27 § 22 Abs. 6 Satz 1 VermAnlG stellt klar, dass die Haftung nach § 22 Abs. 1 und 2 VermAnlG vertraglich nicht abdingbar ist.

c) Weitere zivilrechtliche Ansprüche des Anlegers gegen den Anbieter

28 Nach § 22 Abs. 6 Satz 2 VermAnlG bleiben weitergehende bürgerlich-rechtliche Ansprüche unberührt. Fraglich ist, welche Ansprüche hier in Betracht kommen.

29 Ein Schadensersatzanspruch nach den Grundsätzen der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung dürfte bei einem fehlerhaften VIB ausscheiden. Die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung scheidet jedenfalls[18] für einen spezialgesetzlich vorgeschriebenen Prospekt aus, wenn für diesen nach gesetzlichen Sondervorschriften gehaftet wird.[19] Viel spricht dafür, diesen Spezialitätsgrundsatz auch hier anzuwenden. Denn der Gesetzgeber hat – nach dem Vorbild der spezialgesetzlichen Prospekthaftung – eine spezialgesetzliche Haftungsgrundlage für fehlerhafte VIB geschaffen. Der Existenz dieser speziellen „quasiprospektrechtlichen" Haftungsgrundlage muss den Rückgriff auf die allgemeine Prospekthaftung ausschließen, wenn die spezielle Regelung nicht leerlaufen soll. Zudem ist zweifelhaft, ob eine Kurzinformation einen Prospekt im Sinne der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung darstellt, weil sie ihrer Funktion nach schon nicht als alleinige Informationsquelle[20] für die Anlageentscheidung dienen soll.[21] Der BGH hat in einem jüngeren Urteil klargestellt, dass ein Prospekt im Rechtssinne nur vorliege, wenn das jeweilige Druckwerk den Eindruck einer umfassenden informierenden Beschreibung der Anlage vermittle und der Anleger das Druckwerk so verstehen dürfe, dass dieses sämtliche für die Anlageentscheidung maßgeblichen Angaben enthalte. Diese Voraussetzung sei bei Werbeflyern und Infobriefen regelmäßig nicht erfüllt.[22] Auch ein VIB soll schon seiner Funktion nach für jeden Anleger erkennbar keine abschließende und erschöpfende Darstellung aller denkbaren für die Anlageentscheidung erheblichen Umstände enthalten, sondern lediglich eine übersichtliche Zusammenfassung. Vor diesem Hintergrund ist damit zu rechnen, dass der BGH ein VIB nicht unter den Prospektbegriff subsumieren würde.

30 Theoretisch in Betracht kommen jedoch Ansprüche des Anlegers aus § 826 BGB und § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 264a StGB.

31 Zweifelhaft erscheint hingegen, ob Ansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 13 VermAnlG geltend gemacht werden können. Im Ergebnis dürfte der Schutzgesetzcharakter des § 13 VermAnlG deswegen abzulehnen sein, weil die Voraussetzungen eines Schadensersatzanspruchs wegen Verletzung des § 13 VermAnlG in der Spezialvorschrift § 22 VermAnlG ausführlich geregelt sind, der haftungsrechtliche Schutz des Anlegers nach dem Willen des Gesetzgebers durch das VermAnlG selbst erfolgen soll und dieser Schutz daher auch als abschließend anzusehen ist. Insbesondere wird man daher über den Umweg des § 823 Abs. 2 BGB keine Haftung für die Unvollständigkeit des VIB begründen können.[23]

3. Schadensersatzansprüche des Anlegers gegen das beratende Kreditinstitut

32 Problematisch ist ferner, ob die Bank oder Sparkasse, die Anleger zu der Vermögensanlage beraten hat, für ein fehlerhaftes VIB in Anspruch genommen werden kann. Diese Frage drängt sich deswegen auf, weil ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen – wie oben dargestellt – seiner Pflicht zur Aushändigung eines PIB gemäß § 31 Abs. 3a Satz 4 WpHG auch dadurch nachkommen kann, dass es dem Kunden ein vom Anbieter erstelltes VIB zur Verfügung stellt.

33 Das Vertriebsunternehmen haftet für den Inhalt eines VIB nach § 20 VermAnlG nur dann, wenn es selbst Anbieter oder Emittent ist, so dass eine Haftung nach dieser Vorschrift regelmäßig ausscheiden dürfte. Eine Haftung nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ist ebenfalls zweifelhaft, weil diese Grundsätze – wie oben dargestellt – jedenfalls nicht anwendbar sind, wenn ein gesetzlich vorgeschriebener Prospekt veröffentlicht wurde.

34 Das Kreditinstitut könnte dem Anleger allerdings nach § 280 BGB wegen Verletzung eines Beratungsvertrages haften, wenn es ihm ein fehlerhaftes VIB zur Verfügung stellt. Die bloße Aushändigung einer fehlerhaften Kurzinformation stellt zwar für sich betrachtet keine Verletzung des Beratungsvertrages dar, weil etwaige Unzulänglichkeiten der Kurzinformation durch mündliche Hinweise kompensiert werden können.[24] Erfolgt die Beratung jedoch ausschließlich anhand einer fehlerhaften Kurzinformation und macht sich das Vertriebsunternehmen den mangelhaften Inhalt der Kurzinformation bei der Beratung zu eigen, kommt durchaus eine Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens aus § 280 BGB wegen Verletzung der Pflicht zur objektgerechten Beratung in Betracht.[25] Die Bank oder Sparkasse ist somit gehalten, ein VIB, das sie bei der Beratung oder Vermittlung einsetzt, entweder auf seine inhaltliche Richtigkeit zu prüfen oder sich im Rahmen der mit dem Anbieter abzuschließenden Vertriebsvereinbarung von einer etwaigen zivilrechtlichen Haftung freistellen zu lassen.

35 Zweifelhaft erscheint zuletzt, ob das Vertriebsunternehmen nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 3a WpHG für ein fehlerhaftes VIB haftet. Der Gesetzgeber ist ausweislich der Gesetzesbegründung offensichtlich der Auffassung, dass jedenfalls § 31 Abs. 3a WpHG ein Schutzgesetz darstellt, so dass für fehlerhafte Angaben in einem PIB nach § 823 Abs. 2 BGB gehaftet werden solle.[26] Dieser Ansatz erscheint indes als nicht konsequent. Denn in der Begründung zum Regierungsentwurf zu § 31 Abs. 3a WpHG heißt es auch, dass „der Anlegerschutz nicht im Wege der Durchsetzung individueller Ansprüche, sondern im öffentlichen Interesse durch die Aufsicht über den Markt und insbesondere die Marktteilnehmer und deren Verhalten verfolgt wird".[27]

36 Bislang hat die Rechtsprechung den Schutzgesetzcharakter der §§ 31 WpHG ff. verneint. Soweit die §§ 31 ff. WpHG nicht lediglich aufsichtsrechtlicher Natur sind, sondern ihnen auch eine den Anleger schützende Funktion zukommt, könnten sie aufgrund ihrer Ausstrahlungswirkung zwar für Inhalt und Reichweite (vor)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung sein. Ihr zivilrechtlicher Schutzbereich gehe aber nicht über diese (vor)vertraglichen Pflichten hinaus. Daraus folgt, dass ihnen keine eigenständige, über die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten hinausgehende schadensersatzrechtliche Bedeutung zukommt.[28] Für die Pflicht zur Aushändigung des PIB erfolgt der Kundenschutz ebenfalls durch die vertragliche Haftung des Wertpapierdienstleistungsunternehmens (siehe oben, Rn. 34), so dass es eines zusätzlichen Schutzes durch das Deliktsrecht nicht bedarf.[29] Eine Haftung für ein fehlerhaftes VIB nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 31 Abs. 3a WpHG erscheint somit als verfehlt.

4. Prozessuales

37 Fraglich ist, ob für Schadensersatzklagen wegen fehlerhafter Angaben im VIB der ausschließliche Gerichtsstand des § 32b ZPO gelten soll. § 21 Abs. 6 VermAnlG ordnet für Schadensersatzklagen wegen eines fehlenden Prospekts eine entsprechende Anwendbarkeit des § 32b ZPO an. Eine entsprechende Regelung fehlt in § 22 VermAnlG. Eine solche Regelung wäre aber konsequent, weil die Frage der Fehlerhaftigkeit eines VIB stets einheitlich beurteilt werden sollte. Der Bundesrat hat vor diesem Hintergrund angeregt, eine entsprechende Klarstellung in § 22 VermAnlG aufzunehmen.[30] Der Bundestag hat diese Anregung jedoch nicht aufgegriffen.

38 Schließlich spricht viel dafür, dass die Fehlerhaftigkeit eines VIB Gegenstand eines Musterfeststellungsantrages nach § 1 KapMuG[31] sein kann, da es sich bei einem VIB um eine Kapitalmarktinformation im Sinne der Legaldefinition des § 1 Abs. 1 Satz 3 KapMuG handeln dürfte. Ob die Rechtsprechung dieses ebenso beurteilen wird, bleibt indes noch abzuwarten.

Dr. Truls Hebrant



Endnoten

1 Gesetzesbegründung zu § 31 Abs. 3a WpHG: BT-Drucks. 17/3628, S. 21; zu § 42 Abs. 1 InvG: BT-Drucks. 17/4510, S. 71; zu § 13 VermAnlG: BT-Drucks. 17/6051, S. 33.

2 Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 17/6051, S. 31.

3 Gesetzesbegründung, BT-Drucks. 17/6051, S. 32 unter Verweis auf die Gesetzesbegründung zum Anlegerschutzgesetz, BT-Drucks. 15/3174.

4 *Unzicker*, Kommentar zum Verkaufsprospektgesetz, 2010, § 8f Rn. 4 ff., 17; *Arndt/Voß*, Verkaufsprospektgesetz, Kommentar, 2008, Vor § 8f Rn. 7.

5 Verkaufsempfehlungen werden von § 31 Abs. 3a WpHG nicht erfasst, siehe hierzu *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265, 266; ebenso § 15 FinVermV-E für die freien Vermittler.

6 Stand 30. März 2012 (BR-Drucks. 89/12 (Beschluss))

7 Nach § 126b BGB muss die Erklärung in einer Urkunde oder auf andere zur dauerhaften Wiedergabe in Schriftzeichen geeignete Weise abgegeben werden. Die Person des Erklärenden muss genannt und der Abschluss der Erklärung durch Nachbildung der Namensunterschrift oder anders erkennbar gemacht werden. Den Anforderungen genügen Verkörperungen auf Papier, Diskette, CD-Rom, aber auch in E-Mail oder in einem Computerfax (*Ellenberger*, in: Palandt, Bürgerliches Gesetzbuch, 70. Auflage 2011, § 126b Rn. 3).

8 *Podewils*, ZBB 2011, 169, 176.

9 BT-Drucks. 17/6051, S. 37.

10 Kritisch hierzu: *Podewils*, ZBB 2011, 169, 177.

11 BT-Drucks. 17/4510, S. 84.

12 BT-Drucks. 17/6051, S. 38.

13 Vgl. *Hebrant*, ZBB 2011, 451, 455.

14 BT-Drucks. 17/6051, S. 33.

15 Die Wertpapier-Prospekthaftung für fehlerhafte Börsenprospekte wird nach Art. 6 FinAnlVermAnlG nunmehr in §§ 21, 22 WpPG geregelt.

Endnoten (Fortsetzung)

16 BGH, Urt. v. 5.7.1993 – II ZR 194/92, BGHZ 123, 106.

17 So bereits für § 45 Abs. 2 Nr. 3 BörsG a.F.: *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Auflage 2010, BörsG, § 45 Rn. 58.

18 Zur generellen Unanwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im Falle der Existenz eines gesetzlichen Prospekts: *Hebrant*, ZBB 2011, 451, 453 f.

19 OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 6.7.2004 – 5 U 122/03, ZIP 2004, 1411; OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 17.12.1996 – 5 U 178/95, ZIP 1997, 107.

20 Aus diesem Grund enthält das VIB gemäß § 13 Abs. 2 Nr. 3 und 4 VermAnlG-E einen ausdrücklichen Hinweis auf den Verkaufsprospekt sowie darauf, dass die Anlageentscheidung nicht ausschließlich auf das VIB gestützt werden soll; zum Prospektbegriff der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung: *Hebrant*, ZBB 2011, 451, 454 ff. m.w.N.

21 *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265, 270 f.; *Hebrant*, ZBB 2011, 451, 455.

22 BGH, Urt. v. 17.11.2011 – III ZR 103/10 („*Rupert Scholz*"), DB 2011, 2835 mit Anmerkung *Hebrant*, DB 2012, 273.

23 Auch eine Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. § 22 VermAnlG scheidet aus. Zwar heißt es etwa in der Gesetzesbegründung zu § 127 Abs. 2 InvG, dass diese Vorschrift „insoweit die Minimalanforderungen an die wesentlichen Anlegerinformationen [beschreibt], deren Verletzung zivilrechtliche Haftungsansprüche aus Schutzgesetzverletzung (§ 823 Absatz 2 BGB) begründen kann". Erstens enthält jedoch die Gesetzesbegründung zu § 20 VermAnlG keine solche Äußerung. Darüber hinaus erscheint es dogmatisch systemwidrig, in einer spezialgesetzlichen Schadensersatznorm ein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB zu sehen, weil eine spezialgesetzliche Haftungsnorm die zivilrechtlichen Schadensersatzfolgen eines Verstoßes gegen das einschlägige Gesetz gerade abschließend regeln soll.

24 *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265, 270.

25 Vgl. OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 12.1.2011 – 17 U 130/10, BeckRS 2011, 03292; OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 16.2.2011 – 17 U 179/10, BeckRS 2011, 10186; OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 30.6.2010 – 23 U 331/09, BeckRS 2010, 28991.

26 BT-Drucks. 17/3628, S. 21.

27 *Hebrant*, ZBB 2011, 451, 458 f.; *Podewils*, ZBB 2011, 169, 174.

28 BGH, Urt. v. 19.12.2006 – XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226; *Wagner*, in: Münchner Kommentar, BGB, 5. Auflage 2009, § 823 Rn. 375. Für ein Schutzgesetz sprechen sich aus: *Ekkenga*, in: Münchener Kommentar zum HGB, Band 5, Effektengeschäft, Rn. 283; *Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG, 5. Auflage 2009, Vor § 31 Rn. 6; beide beziehen sich aber ausdrücklich nur auf § 31 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 3 und Abs. 4 WpHG; *Schäfer*, WM 2007, 1872; *Podewils*, ZBB 2011, 174.

29 *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265, 271.

30 Stellungnahme des Bundesrates zu § 22 VermAnlG-E, BT-Drucks. 17/6051, S. 57.

31 *Kern/Wulfers*, WM 2011, 1489, 1493.

| D |

Reform des Verkaufsprospektrechts: Erweiterte Pflichten zur Offenlegung von Interessenkonflikten

Worum geht es?

Das FinAnlVermAnlG beinhaltet neben der Einführung aufsichtsrechtlicher Wohlverhaltenspflichten für den Vertrieb von Produkten des „grauen Kapitalmarktes“ eine grundlegende Novellierung des in Deutschland geltenden Verkaufsprospektrechts.

Die verkaufsprospektrechtlichen Anforderungen an das öffentliche Angebot von geschlossenen Fonds waren seit der Einführung einer BaFin-Prospektpflicht durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) im Jahre 2005 weitgehend unverändert geblieben.[1] Das FinAnlVermAnlG bringt insoweit den ersten größeren Reformschub mit sich.

Es beginnt mit dem „gesetzlichen Kleid“ des Verkaufsprospektrechts: Das bisherige Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) wird mit Wirkung zum 1. Juni 2012 durch das Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) ersetzt. Die Prospektpflicht des Anbieters einer Vermögensanlage richtet sich künftig nach § 6 VermAnlG (bislang § 8f VerkProspG).

Die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (VermVerkProspV), mit der die in den Prospekt aufzunehmenden Mindestangaben konkretisiert werden, behält zwar ihren Namen, wird aber inhaltlich in vielen Punkten erweitert. U.a. werden die Anforderungen an die Darstellung von Interessenkonflikten der an der Vermögensanlage beteiligten Personen ausgebaut.

Ferner sieht das FinAnlVermAnlG Änderungen in Bezug auf das Billigungsverfahren vor: Neben der Einführung einer Kohärenzprüfung durch die BaFin soll den Anlegern (aufgrund einer auf dem „letzten Meter“ des Gesetzgebungsverfahrens vom Finanzausschuss des Bundestages eingefügten Ergänzung des VermAnlG) ein zeitlich begrenztes Widerrufsrecht zustehen, wenn der Anbieter einen Nachtrag zum Verkaufsprospekt veröffentlicht.

Der folgende Beitrag konzentriert sich auf die Konsequenzen für die Prospektgestaltung, die sich aus den erweiterten gesetzlichen Anforderungen an die Darstellung von Interessenkonflikten ergeben.

1. Ausgangslage: Transparenzbedürfnis des Anlegers

1 An der Emission eines geschlossenen Fonds wirken zahlreiche Beteiligte mit, die eigene wirtschaftliche Interessen verfolgen. Diese Interessen sind nicht notwendig deckungsgleich mit dem Interesse des Privatanlegers an möglichst hohen Gewinnausschüttungen und einer Wertsteigerung seines Fondsanteils. Beispiel: Ist eine Bank, die das Fondsprojekt mit Fremdkapital finanziert, auch geringfügig als Kommanditistin an der Fonds-KG beteiligt, wird sie vor allem daran interessiert sein, Zins und Tilgung auf ihr Darlehen zu erhalten. Hohe Gewinnausschüttungen werden für sie hingegen nur in zweiter Linie von Interesse sein. Hält die Bank zudem eine Beteiligung an dem Fondsinitiator (Anbieter), tritt ihr Interesse an einer vollständigen Platzierung des Fonds und damit einhergehenden Provisionserträgen des Initiators (die ihr mittelbar zugute kommen) hinzu. Auch dieses Interesse deckt sich nicht mit dem des privaten Anlegers, der auf seine Rolle als Gesellschafter der Fonds-KG beschränkt ist.

2 Derartige Interessenverflechtungen sind als solche nicht zu beanstanden. Es liegt aber auf der Hand, dass der Anleger insoweit ein berechtigtes Informationsbedürfnis hat. Nur wenn er die unterschiedlichen Eigeninteressen der an dem Fondsprojekt Beteiligten einzuschätzen vermag, kann er auf informierter Basis entscheiden, ob er sich an der Fondsgesellschaft beteiligen will oder nicht.

3 Das zentrale Medium zur Offenlegung relevanter Interessenkonflikte ist der Verkaufsprospekt.

Daneben tritt die vertriebsbezogene Pflicht der beratenden Bank/Sparkasse, den Anleger über spezifische Interessenkonflikte aufzuklären, die sich aus der Beratungssituation ergeben. Hier geht es vor allem um das eigene Provisionsinteresse des beratenden Kreditinstituts (§ 31d WpHG).

4 Die VermVerkProspV adressiert das Thema „Interessenkonflikte“ gleich in mehreren Vorschriften (§§ 7, 9 und 12). Diese Regelungen werden nunmehr durch das FinAnlVermAnlG erheblich ausgebaut.

2. Interessenkonflikte von Gesellschaftern des Emittenten (Änderung des § 7 VermVerkProspV)

a) Bisherige Rechtslage

5 Nach der Vorschrift des § 7 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 VermVerkProspV in seiner bisherigen Fassung muss der Prospekt angeben, in welchem Umfang Gründungsgesellschafter Vergütungen und Nebenleistungen jeder Art außerhalb des Gesellschaftsvertrages erhalten.

6 Gemäß § 7 Abs. 2 VermVerkProspV muss der Prospekt darüber hinaus Angaben über (unmittelbare oder mittelbare) Beteiligungen der Gründungsgesellschafter an

- Unternehmen, die mit dem Vertrieb der Vermögensanlage betraut sind,
- Fremdkapitalgebern des Emittenten sowie
- Unternehmen, die im Zusammenhang mit der Herstellung des Anlageobjektes nicht nur geringfügige Leistungen erbringen,

enthalten. Der Kanon dieser Offenlegungspflichten wird durch das FinAnlVermAnlG in mehrfacher Hinsicht erweitert:

b) Erweiterung auf Gesellschafterkreis zum Zeitpunkt der Prospektaufstellung

7 Zukünftig soll der Prospekt nicht nur Interessenkonflikte von Gründungsgesellschaftern offenlegen, sondern auch Angaben in Bezug auf diejenigen Gesellschafter enthalten, die zum Zeitpunkt der Prospektaufstellung an der Fondsgesellschaft beteiligt sind (nachfolgend auch „**aktuelle Gesellschafter**" genannt), § 7 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 VermVerkProspV n.F.

> Allerdings wurde schon bislang in der Literatur teilweise die Auffassung vertreten, dass über den Wortlaut des § 7 VermVerkProspV hinaus die für die Gründungsgesellschafter erforderlichen Angaben auch für die zum Zeitpunkt der Prospekterstellung aktuellen Gesellschafter zu machen seien (sog. kapitalmarktrechtlicher Gesellschafterbegriff).[2]

8 Relevanz erhalten die neuen Vorschriften insbesondere dann, wenn Gründungsgesellschafter einer Fondsgesellschaft eine Zweckgesellschaft (sog. Special Purpose Vehicle – SPV) ist, die im Verlauf der Konzeptionierung des Fonds, d.h. bis zum Zeitpunkt der Prospekterstellung, durch einen neuen Gesellschafter ausgetauscht wird. In diesem Fall muss der Prospekt nach dem bisherigen Wortlaut des § 7 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 VermVerkProspV nur Angaben in Bezug auf das SPV enthalten, nicht jedoch in Bezug auf den übernehmenden Gesellschafter. Dies ändert sich mit der Neufassung des § 7 VermVerkProspV: Der Prospekt hat im o.g. Beispiel nunmehr die in den Abs. 1–4 spezifizierten Angaben sowohl zum SPV als auch zu dem übernehmenden Gesellschafter auszuweisen.

9 Auswirkungen hat die Neuregelung ferner dann, wenn zwar die Gründungsgesellschafter sämtlich in der Gesellschaft verbleiben, jedoch bis zur Prospekterstellung weitere Gesellschafter beitreten. Die Pflichtangaben nach § 7 Abs. 1 und 2 VermVerkProspV sind nunmehr auf die neu hinzutretenden Gesellschafter zu erstrecken.

10 Maßgeblich für den Gesellschafterbestand ist der Zeitpunkt der „Prospektaufstellung". Gemeint ist damit der Zeitpunkt, in dem der Prospekt nach Maßgabe von § 2 Abs. 4 VermVerkProspV vom Anbieter unterzeichnet wird. Um unnötige Komplikationen zu vermeiden, wird deshalb der Fondsinitiator darauf zu achten haben, den Gesellschafterkreis in der Phase der Prospekterstellung möglichst unverändert zu halten.

c) Erweiterte Offenlegungspflicht für Gewinnbeteiligungen

11 Nach der Neufassung des § 7 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 VermVerkProspV sind zukünftig Gewinnbeteiligungen, Entnahmerechte und der Jahresbetrag der sonstigen Gesamtbezüge umfassend und nicht mehr nur dann offenzulegen, wenn sie außerhalb des Gesellschaftsvertrages zugestanden werden.

12 Im Rahmen der Prospektdarstellung wird es sich aus Gründen der Übersichtlichkeit anbieten, sämtliche Bezüge und sonstigen Leistungen, die den Gründungsgesellschaftern und den aktuellen Gesellschaftern gewährt wurden oder werden, im darstellenden Teil des Prospektes zu nennen. Zumindest sollte bei der Darstellung der gezahlten Vergütungen ein gut sichtbarer Verweis auf die entsprechenden Regelungen des Gesellschaftsvertrages aufgenommen werden. Die bloße Wiedergabe des Gesellschaftsvertrages am Ende des Prospektes allein wird den Anforderungen an die Transparenz der Darstellung nicht genügen.

d) Erweiterte Angaben in Bezug auf Interessenkonflikte im Zusammenhang mit fondsrelevanten Tätigkeiten

13 Das FinAnlVermAnlG sieht ferner eine Erweiterung der Mindestangaben in Bezug auf Tätigkeiten vor, welche die Gründungs- oder aktuellen Gesellschafter des Fonds bzw. Unternehmens, an denen sie beteiligt sind, für die Fondsgesellschaft erbringen:

aa) Lieferungen und Leistungen: Ausdehnung auf „Anschaffung des Anlageobjektes“

14 Gemäß § 7 Abs. 2 VermVerkProspV in seiner derzeit geltenden Fassung muss der Prospekt Angaben in Bezug auf unmittelbare und mittelbare Beteiligungen der Gründungsgesellschafter an Unternehmen, die Lieferungen und Leistungen im Zusammenhang mit der Herstellung des Anlageobjekts erbringen, enthalten. Diese Pflicht soll dahin gehend erweitert werden, dass zukünftig auch Beteiligungen an denjenigen Unternehmen, die Lieferungen und Leistungen im Zusammenhang mit der Anschaffung des Anlageobjekts erbringen, offenzulegen sind.

15 Der Gesetzgeber zielt hiermit vor allem auf sog. Doppelstockmodelle ab, bei denen das Anlageobjekt nicht von der Fondsgesellschaft, sondern von einer eigens hierzu eingerichteten Objektgesellschaft erworben wird. Zukünftig soll auch die Beteiligung an der Objektgesellschaft im Prospekt transparent gemacht werden.[3]

16 Die in § 7 Abs. 2 Nr. 3 VermVerkProspV bisher vorgesehene Geringfügigkeitsschwelle entfällt. Allerdings verweist der Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung auf die Vorschrift des § 3 VermVerkProspV. Danach muss der Prospekt eine Erklärung der verantwortlichen Personen oder Gesellschaften enthalten, dass ihres Wissens die Angaben richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind. Hieraus ergibt sich nach Ansicht des Gesetzgebers, dass nicht ins Gewicht fallende Lieferungen und Leistungen nicht im

Prospekt dargestellt werden müssen.[4] Vor diesem Hintergrund wird der Anbieter auch zukünftig Beteiligungen an Unternehmen, die nur unwesentliche Lieferungen und Leistungen für die Fondsgesellschaft erbringen, nicht in den Prospekt aufnehmen müssen.

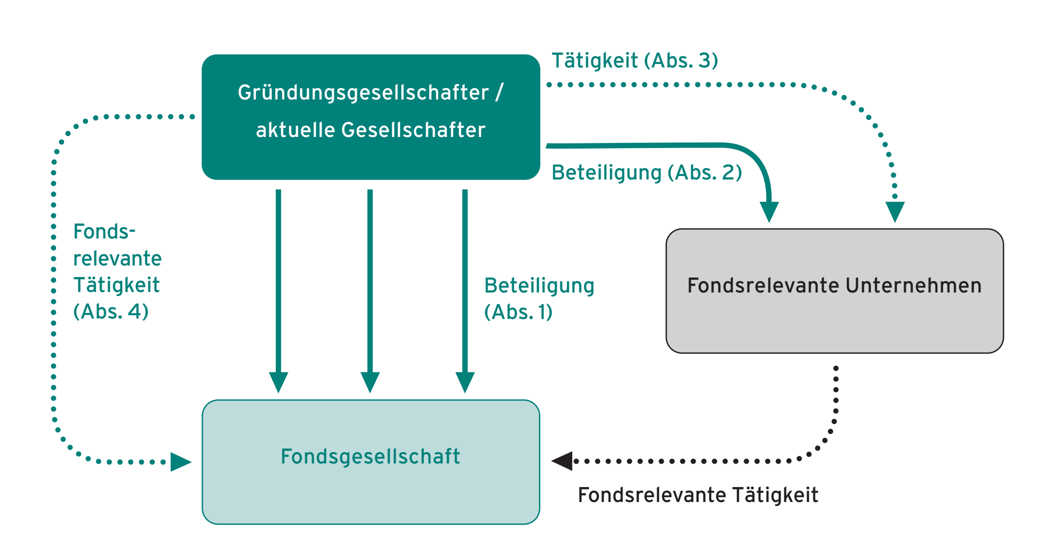
bb) Ausdehnung auf Tätigkeiten der Gesellschafter für fondsrelevante Unternehmen

17 Nach § 7 Abs. 3 VermVerkProspV n.F. hat der Prospekt nunmehr – neben einer gesellschaftsrechtlichen Beteiligung, die bereits bislang nach § 7 Abs. 2 VermVerkProspV offenlegungspflichtig ist – auch eine (schuldrechtlich vereinbarte) Tätigkeit der Gründungs- oder aktuellen Gesellschafter für fondsrelevante Unternehmen auszuweisen. Auch insoweit sieht der Gesetzgeber offenbar die Gefahr, dass der Gesellschafter sein Verhalten weniger am Interesse der Fondsgesellschaft als am Interesse des fondsrelevanten Unternehmens (seines Auftraggebers) ausrichtet.

cc) Fondsrelevante Tätigkeiten der Gesellschafter selbst

18 In der Praxis kommt es regelmäßig vor, dass Gründungs- oder aktuelle Gesellschafter auf das Fondsprojekt bezogene Tätigkeiten ausüben (sei es als Selbständige oder als juristische Personen). Auch diese Dienstleistungen (wie z.B. Fremdfinanzierung oder Vertrieb) können ein erhebliches Interessenkonfliktpotential in sich bergen. Der neu in § 7 VermVerkProspV aufgenommene Abs. 4 erstreckt deshalb die prospektrechtliche Offenlegungspflicht auf die in Abs. 2 Nr. 1–3 genannten fondsrelevanten Tätigkeiten, soweit sie von einem Gesellschafter selbst vorgenommen werden.

19 Insgesamt ergibt sich somit für die interessenkonfliktbezogenen Offenlegungspflichten des § 7 VermVerkProspG folgendes Bild:

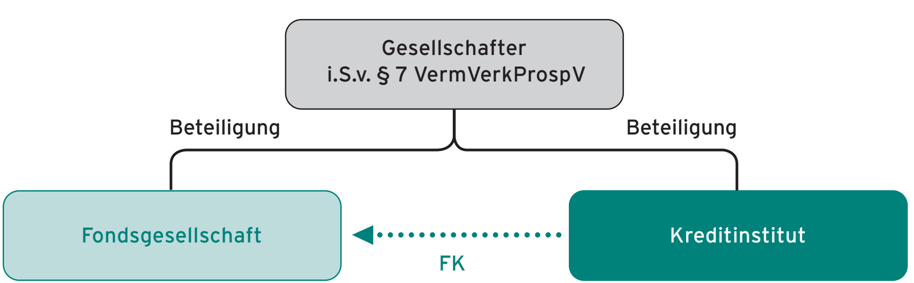


e) Keine konzernweite Betrachtung

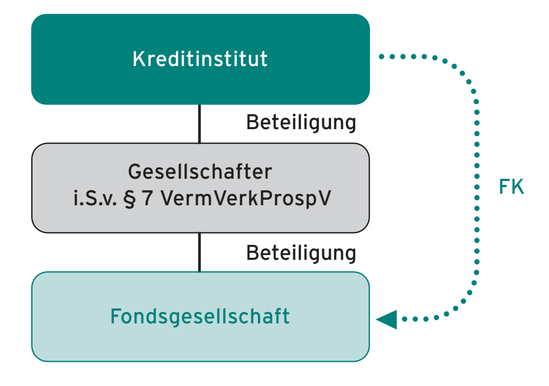
20 Nach wie vor nicht nach § 7 VermVerkProspV angabepflichtig ist die Konstellation, in der die Muttergesellschaft (oder ein anderer wesentlich Beteiligter) eines Gründungsgesellschafters oder aktuellen Gesellschafters fondsrelevante Tätigkeiten nach § 7 Abs. 2 VermVerkProspV ausübt. Dies ist deshalb erstaunlich, weil auch hier ein erhebliches Interessenkonfliktpotential bestehen kann. So könnte ein von einem Kreditinstitut abhängiger aktueller Gesellschafter im Krisenfall versucht sein, seine Gesellschafterrechte mit Rücksicht auf das Interesse seines Mutterunternehmens an einer vollständigen Rückzahlung des Darlehens auszuüben.

21 Dementsprechend sieht etwa die Vorschrift des § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 WpHG eine Erfassung von sämtlichen Interessenkonflikten vor, denen Unternehmen ausgesetzt sein können, die derselben Unternehmensgruppe (vgl. § 13 Abs. 2 Satz 3 WpDVerOV) wie das Wertpapierdienstleistungsunternehmen angehören.[5] Eine solche konzernweite Betrachtungsweise fehlt bislang in der Vorschrift des § 7 VermVerkProspV, wie nachfolgend noch einmal veranschaulicht werden soll:

Fall 1: § 7 VermVerkProspV anwendbar



Fall 2: § 7 VermVerkProspV nicht anwendbar



22 In Betracht kommt allerdings, auch die dem Fall 2 zugrunde liegende Konstellation mit Blick auf die Generalklausel des § 2 Abs. 1 VermVerkProspV vorsorglich im Prospekt offenzulegen.

3. Interessenkonflikte von Organmitgliedern, Anbietern und „Hintermännern" (Änderung des § 12 VermVerkProspV)

23 Weitgehend parallel zu den nach § 7 VermVerkProspV für Gesellschafter geltenden Regelungen sieht die Vorschrift des § 12 VermVerkProspV interessenkonfliktbezogene Offenlegungspflichten für Organmitglieder der Fondsgesellschaft vor (Geschäftsführer, Vorstände, Aufsichts- und Beiräte). Die Erweiterungen der Offenlegungspflichten in § 7 VermVerkProspV hat der Gesetzgeber in § 12 Abs. 1, 3 und 4 VermVerkProspV n.F. „gespiegelt".

24 Mehr Transparenz verspricht sich der Gesetzgeber zudem von einer Erweiterung des bisherigen § 12 Abs. 4 VermVerkProspV, der zum neuen Abs. 6 wird. Danach muss der Prospekt zukünftig die Angaben nach den Abs. 1–4 auch in Bezug auf „den Anbieter, die Prospektverantwortlichen und die Treuhänder" enthalten.

Bislang waren von der Regelung nur solche Personen erfasst, die „nicht in den Kreis der nach der Verordnung angabepflichtigen Personen fallen, die jedoch die Herausgabe oder den Inhalt des Verkaufsprospektes oder die Angaben oder den Inhalt des Angebots der Vermögensanlage wesentlich beeinflusst haben", also die sog. „Hintermänner", zu denen der Anbieter als Prospektverantwortlicher gerade nicht gehörte.[6]

25 Die zusätzlichen Angaben zum Anbieter, zu den Prospektverantwortlichen und den Treuhändern sollen, so die Gesetzesbegründung, eine Beurteilung der Seriosität bzw. der Zuverlässigkeit der jeweiligen Personen ermöglichen.[7]

26 Abschließend ergibt sich für die auf Interessenkonflikte bezogenen Vorschriften der § 7 und 12 VermVerkProspV nach deren Neufassung durch das FinAnlVermAnlG folgendes Bild:

	Gründungsgesellschafter/ Aktuelle Gesellschafter	Organmitglieder	Anbieter/ Treuhänder/ "Hintermänner"	Mutterunternehmen
Gewinnbeteiligungen etc.	Ja (§ 7 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1–3 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 1 Nr. 1 und 2 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 6 i.V.m. § 12 Abs. 1 Nr. 1 und 2 VermVerkProspV)	Nein
Beteiligung an fonds-relevanten Unternehmen	Ja (§ 7 Abs. 2 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 3 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 6 i.V.m. § 12 Abs. 3 VermVerkProspV)	Nein
Tätigkeit für fonds-relevante Unternehmen	Ja (§ 7 Abs. 3 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 2 VermVerkProspV	Ja (§ 12 Abs. 6 i.V.m. § 12 Abs. 2 VermVerkProspV)	Nein
Eigene fondsrelevante Tätigkeiten	Ja (§ 7 Abs. 4 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 4 VermVerkProspV)	Ja (§ 12 Abs. 6 i.V.m. § 12 Abs. 4 VermVerkProspV)	Nein

4. Interessenkonflikte im Rahmen der Darstellung von Anlagezielen und Anlagepolitik (Änderung von § 9 VermVerkProspV)

27 Auch bei der Darstellung der Anlageziele und der Anlagepolitik des Fonds (§ 9 Abs. 2 VermVerkProspV) ist auf ein Interessenkonfliktpotential hinzuweisen, und zwar insoweit, als

- die nach §§ 3, 7 oder 12 VermVerkProspV zu nennenden Personen (früheres) Eigentum am Anlageobjekt innehaben (Nr. 2) und/oder
- die nach §§ 3, 7 oder 12 VermVerkProspV zu nennenden Personen nicht nur geringfügige Leistungen und Lieferungen für das Fondsprojekt erbringen (Nr. 8).

28 Hier ist durch das FinAnlVermAnlG in Nr. 8 die Geringfügigkeitsschwelle weggefallen. Insoweit kann auf die Ausführungen unter Rn. 16 verwiesen werden. Änderungen bei Nr. 2 haben sich nicht ergeben.

5. Fazit

29 An der Novellierung der VermVerkProspV zeigt sich exemplarisch, welch hohen Stellenwert der Gesetzgeber der Offenlegung von Interessenkonflikten im Bereich des Kapitalanlagerechts einräumt. Und dies zu recht: Nur dann, wenn dem Anleger ein transparentes Bild davon vermittelt wird, wie die wirtschaftlichen Interessen der an einem Fondsprojekt Beteiligten miteinander verwoben sind, kann er eine informierte Entscheidung darüber treffen, ob er eine unternehmerische Beteiligung an dem Fonds eingehen will oder nicht.

30 Die Prospektverantwortlichen werden zukünftig mit großer Sorgfalt darauf achten müssen, bestehende Interessenverflechtungen gut verständlich im Prospekt darzulegen – im Interesse der Anleger ebenso wie zur Vermeidung eigener Haftungsrisiken. Im Zweifel sollte der Grundsatz gelten: pro Transparenz – denn: Ehrlich währt am längsten.

Dr. Kathrin Neidenbach

Endnoten

1 Siehe zu den seit 2005 erfolgten Änderungen des VerkProspG die Übersicht bei *Assmann*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Komm. zum WpPG/VerkProspG, 2. Aufl., Einl. VerkProspG Rn. 25 ff.

2 *Unzicker*, VerkProspG, § 7 VermVerkProspV Rn. 7 f.; *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 7 VermVerkProspV Rn. 3; dezidiert mit Blick auf § 7 Abs. 1 Satz 2 VermVerkProspV dagegen *Assmann*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Komm. zum WpPG/VerkProspG, 2. Aufl., § 7 VermVerkProspV Rn. 3. Unabhängig hiervon besteht eine Sondersituation nach der bisherigen Rechtslage jedenfalls dann, wenn es sich bei der Fondsgesellschaft nicht um eine Neugründung handelt, sondern um eine bereits zuvor auf Vorrat gegründete Gesellschaft. Denn die Verwendung einer Mantelgesellschaft stellt nach der Rechtsprechung des BGH, Beschl. v. 9.12.2002 – II ZB 12/02, GmbHR 2003, 227, eine wirtschaftliche Neugründung dar. Aufzunehmen sind deshalb auch nach bisheriger Lesart die Angaben über diejenigen Gesellschafter, die bei Verwendung des Mantels vorhanden sind (vgl. hierzu Ziff. 3.7 der Anlage 1 zu IDW S. 4: Anforderungen an den Inhalt von Verkaufsprospekten, Stand: 18. Mai 2006).

3 Begründung zum Regierungsentwurf des FinAnlVermAnlG (BR-Drucks. 209/11), S. 83.

4 Begründung zum Regierungsentwurf des FinAnlVermAnlG (BR-Drucks. 209/11), S. 83.

5 Siehe hierzu *Fett*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, 4. Aufl., § 33 Rn. 36; *Fuchs*, in: Fuchs, WpHG, 2009, § 33 Rn. 97.

6 Vgl. *Voß* in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 12 VermVerkProspV Rn. 38; *Unzicker*, VerkProspG, § 12 VermVerkProspV Rn. 41; *Assmann* in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, Komm. zum WpPG/VerkProspG, 2. Aufl., § 12 VermVerkProspV Rn. 28, 30 sowie Begründung zum Regierungsentwurf des FinAnlVermAnlG (BR-Drucks. 209/11), S. 85.

7 Gesetzesbegründung zum FinAnlVermAnlG (BR-Drucks. 209/11), dort S. 85. Kritisch hierzu der VGF Verband Geschlossene Fonds in seiner Stellungnahme zum Regierungsentwurf des FinAnlVermAnlG vom 1. März 2011 (abrufbar im Internet unter www.vgf-online.de), wonach unklar bleibe, weshalb § 12 Abs. 6 VermVerkProspV n.F. zwischen Anbieter und Prospektverantwortlichem unterscheide. Der Begriff des Prospektverantwortlichen sei an dieser Stelle ein Fremdkörper. Ebenso bereits die Stellungnahme des VGF zum Diskussionsentwurf des FinAnlVermAnlG vom 16. Februar 2010, S. 38 (abrufbar unter www.vgf-online.de).

E

Ausblick: Interessenkonflikt-Management nach der AIFM-Richtlinie

Worum geht es?

Am 21. Juli 2011 ist die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Manager – AIFM)[1] in Kraft getreten. Mit der Richtlinie wird ein harmonisierter Regulierungsrahmen für die Tätigkeiten aller AIFM innerhalb der EU errichtet. Der europäische Gesetzgeber geht zwar davon aus, dass Märkte, auf denen AIFM operieren, zumeist von dieser Tätigkeit profitieren. Ungeachtet dieser positiven Wirkung können die Geschäfte von AIFM – so die rechtspolitische Motivation in Brüssel – jedoch dazu beitragen, Risiken über das Finanzsystem zu verbreiten oder zu verstärken. Unkoordinierte nationale Maßnahmen können ein wirksames Management dieser Risiken erschweren (Erwägungsgrund 2 der AIFM-Richtlinie).

Die AIFM-Richtlinie wird erhebliche Auswirkungen auf die deutsche Fondsindustrie haben. Das liegt vor allem an dem umfassenden Regulierungsanspruch der Richtlinie: Von ihrem Anwendungsbereich ist – vorbehaltlich schwellenwertbezogener Ausnahmeregelungen – das Management sämtlicher kollektiver Vermögensanlagen erfasst, die keine richtlinienkonformen Sondervermögen darstellen. Hierzu zählen in Deutschland neben offenen Immobilienfonds und Spezialfonds (§§ 66 ff. und 91 ff. InvG) auch geschlossene Fonds.

Der nachfolgende Beitrag befasst sich mit einem Aspekt, der für die Weiterentwicklung des Anlegerschutzes in den vergangenen Jahren eine dominierende Rolle gespielt hat und durch die AIFM-Richtlinie erstmalig auf der Ebene der Anbieter von AIF etabliert wird: dem angemessenen Umgang mit Interessenkonflikten.

1. AIFM-Richtlinie – eine kurze Einführung

1 Regelungsadressat der Richtlinie sind nicht die einzelnen Fonds, sondern deren Manager – die AIFM (Art. 1 AIFM-Richtlinie). Ein AIFM ist jede juristische Person, deren reguläres Geschäft in der Verwaltung (z.B. Portfolioverwaltung und Risikomanagement) eines oder mehrerer alternativer Investmentfonds – AIF – besteht (Art. 4 Abs. 1 lit. b AIFM-Richtlinie). Ein AIF ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der sich von Anlegern Kapital beschafft, um es einer bestimmten Anlagestrategie entsprechend zugunsten der Anleger zu investieren (Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-Richtlinie). Der AIF-Begriff ist weit zu verstehen. Erfasst werden Fonds jeder Rechtsform und Struktur (offen oder geschlossen) und unabhängig von ihrem Anlagefokus, soweit auf sie nicht die OGAW-IV-Richtlinie (2009/65/EG)[2] anwendbar ist.[3] Unter den AIF-Begriff fallen somit u.a. Private Equity-, Hedge-, Infrastruktur- oder Immobilienfonds.[4] Für jeden AIF muss ein AIFM zuständig sein, der für die Einhaltung der Richtlinie verantwortlich ist (Art. 5 Abs. 1).

2 Die Richtlinie formuliert operative Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit als AIFM (Art. 12–17), zu denen auch der adäquate Umgang mit Interessenkonflikten gehört. Die Richtlinie formuliert daneben Anforderungen an

- Anfangskapital und Eigenmittel des AIFM (Art. 9),
- die ordnungsgemäße Verwaltung durch den AIFM, insbesondere die unabhängige Bewertung der Vermögenswerte des AIF (Art. 18, 19),
- die Übertragung von Funktionen der AIFM an Dritte (Bedingungen, Verbote, Haftung; Art. 20),
- eine unabhängige Verwahrstelle für alle Vermögensgegenstände (Art. 21) und
- die zu gewährleistende Transparenz (Jahresbericht, Informationspflichten gegenüber Anlegern und Behörden; Art. 22–24).

3 Wegen des weitreichenden Regulierungsanspruchs wird eine Vielzahl von Fragen erst noch durch weitere Rechts- und Verwaltungsvorschriften zu klären und zu konkretisieren sein. Einen ersten Schritt auf diesem Weg hat die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority – ESMA) mit Sitz in Paris getan und im Juli und August 2011 zwei umfangreiche Konsultationspapiere[5] sowie im November 2011 ihren finalen Abschlussbericht[6] mit Empfehlungen für technische Durchführungsbestimmungen zu der Richtlinie veröffentlicht (abrufbar unter www.esma.europa.eu).

Der Gesetzgebungsprozess des AIFM-Regulierungsvorhabens orientiert sich am sog. Lamfalussy-Verfahren.[7] Dies bedeutet: Nachdem Parlament und Rat die AIFM-(Rahmen-)Richtlinie auf der ersten Stufe verabschiedet haben, folgen nun die technischen Durchführungsbestimmungen auf der zweiten Stufe. Für deren Erlass ist die EU-Kommission zuständig, die hierbei von ESMA beraten wird. Anders als ihre „Vorgängerorganisation", das Committee of European Securities Regulators (CESR),

kann ESMA aus eigener Initiative Verordnungen oder Beschlüsse zu technischen Durchführungsbestimmungen entwerfen und der Kommission zur Billigung vorlegen. Die Kommission darf diese Entwürfe nicht begründungslos ablehnen oder ihre Änderung verlangen. Sie darf auch nicht selbst technische Durchführungsbestimmungen erlassen, ohne sich mit ESMA abzustimmen (vgl. Art. 10 und 15 ESMA-VO[8]).[9]

4 Bereits auf Stufe 1 sieht die AIFM-Richtlinie eine Reihe von größenabhängigen Befreiungen und Erleichterungen vor, von denen speziell geschlossene Fonds werden profitieren können:

Für geschlossene Fonds bestehen spezifische Übergangsregelungen (Art. 61 Abs. 3 und 4). Auch ohne AIFM-Zulassung können geschlossene Alt-Fonds weiterverwaltet werden, die nach dem 22. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen mehr tätigen, sowie geschlossene Fonds, deren Zeichnungsfrist für Anleger bereits vor dem 21. Juli 2011 abgelaufen ist und die für einen Zeitraum aufgelegt wurden, der spätestens drei Jahre nach dem 22. Juli 2013 abläuft. Diese Fonds müssen bei der Prüfung, ob ein AIFM noch unter den Schwellenwerten des Art. 3 Abs. 2 der AIFM-Richtlinie liegt und damit unter ein reduziertes Aufsichtsregime fällt, – so nunmehr ESMA – nicht mit berücksichtigt werden.[10]

Anbieter geschlossener Fonds dürften zudem von Erleichterungen profitieren, die de minimis-Regelungen solchen „kleineren“ AIFM gewähren, bei denen das Vermögen der verwalteten AIF kumuliert 100 Mio. € nicht übersteigt. Diese Schwelle wird auf 500 Mio. € angehoben, wenn keiner der vom AIFM verwalteten AIF „hebelfinanziert“, also insbesondere nicht mit Fremdkapital finanziert ist (vgl. auch die weite Definition von Leverage in Art. 4 Abs. 1 Buchst. v), und wenn zugleich den Anlegern für einen Zeitraum von fünf Jahren kein Rückgaberecht eingeräumt ist. Diese „kleineren“ AIFM unterliegen nach Art. 3 Abs. 2 und 3 der Richtlinie nicht der Zulassungspflicht, sondern sind lediglich registrierungspflichtig und müssen den zuständigen Behörden Informationen u.a. über Anlagestrategien und -risiken mitteilen.[11] Solche AIFM können sich allerdings über ein Opt-in-Verfahren der Richtlinie unterwerfen, etwa weil sie Anteile der von ihnen verwalteten AIF in allen Mitgliedstaaten der EU vertreiben und daher in den Genuss des „Europäischen Passes“ kommen möchten. Die Mitgliedstaaten können AIFM, die sich gegen ein „Opt-in“ entscheiden, gleichwohl strengeren Regeln unterwerfen.

2. Operative Anforderungen an AIFM im Überblick

5 Ein zentrales Regelungsziel der AIFM-Richtlinie ist die Bestimmung operativer Anforderungen an AIFM. Die Art. 12 ff. AIFM-Richtlinie statuieren allgemeine und besondere operative Anforderungen, die AIFM in Zukunft zu erfüllen haben. Als allgemeine Grundsätze bestimmt Art. 12, dass AIFM stets

(i) ihrer Tätigkeit ehrlich, mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit und redlich nachzugehen haben,

(ii) im besten Interesse der von ihnen verwalteten Fonds oder der Anleger dieser Fonds und der Integrität des Marktes zu handeln haben,

(iii) über die für eine ordnungsgemäße Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit erforderlichen Mittel und Verfahren verfügen und diese wirksam einzusetzen haben sowie

(iv) alle angemessenen Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und, wo diese nicht vermieden werden können, Maßnahmen zur Ermittlung, Beilegung, Beobachtung und ggf. Offenlegung dieser Interessenkonflikte zu treffen haben.

6 Darüber hinaus konkretisiert die AIFM-Richtlinie besondere operative Anforderungen an AIFM in vier wesentlichen Bereichen: Vergütungssystem (Art. 13), Interessenkonflikte (Art. 14), Risikomanagement (Art. 15) und Liquiditätsmanagement (Art. 16). Die hierzu in der AIFM-Richtlinie vorgesehenen konkreten Anforderungen entsprechen weitgehend den Regelungen in der OGAW-Richtlinie und im deutschen Investmentgesetz (InvG). Teilweise sind die Anforderungen der AIFM-Richtlinie jedoch strenger.

7 Zu nennen sind hier beispielsweise die Regelungen zu den Vergütungssystemen. Nach Art. 13 AIFM-Richtlinie hat ein AIFM unter Beachtung von Anhang 2 der AIFM-Richtlinie Vergütungsgrundsätze für bestimmte Mitarbeiter festzulegen, die geeignet sind, ein solides und wirksames Risikomanagement zu fördern. Die Vergütungspolitik muss danach mit den Interessen des Fonds und dessen Anlegern im Einklang stehen sowie Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten umfassen. Die Bestimmungen des Anhangs 2 AIFM-Richtlinie statuieren u.a. konkrete Anforderungen an die zeitliche und quantitative Gestaltung von Bonussystemen. So wird verlangt, dass ein erheblicher Anteil der variablen Vergütung – und zwar grundsätzlich mindestens 50 % – aus Anteilen des betreffenden AIF oder gleichwertigen Beteiligungen oder Instrumenten besteht (Ziff. 1 lit. m Anhang 2) und dass mindestens 40 % der variablen Vergütung für „mindestens drei bis fünf Jahre“, je nach Lebenszyklus und Art der Risiken aber ggf. auch für einen längeren Zeitraum zurückgestellt werden müssen (Ziff. 1 lit. n Anhang 2).

3. Anforderungen an den Umgang mit Interessenkonflikten

8 Ein besonderes Augenmerk der Richtlinie liegt auf den operativen und organisatorischen Anforderungen zur Bewältigung von Interessenkonflikten.

a) Konzernweite Erfassung

Die AIFM-Richtlinie verfolgt insoweit – ebenso wie die MiFID, aber anders als das deutsche VermAnlG (siehe dazu D. Rn. 20 f.) – einen konzernweiten Regelungsansatz:

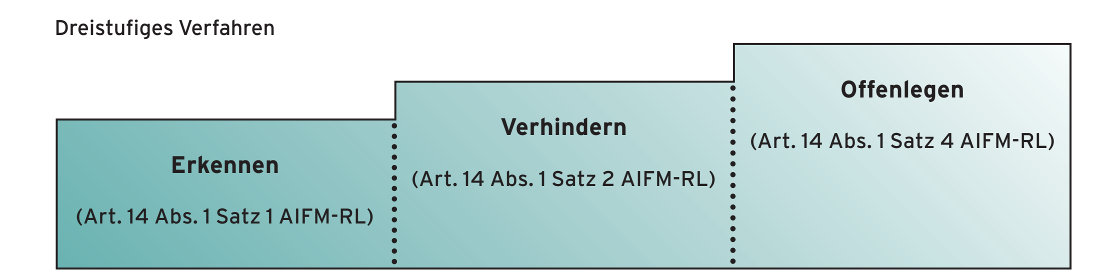
9 Nach Art. 14 Abs. 1 a) der AIFM-Richtlinie werden auch solche Interessenkonflikte erfasst, die zwischen dem verwalteten Fonds oder dessen Anlegern auf der einen Seite und jeder Person auf der anderen Seite auftreten, die über ein *Kontrollverhältnis* direkt oder indirekt mit dem AIFM verbunden ist. Das Kontrollverhältnis bestimmt sich nach Art. 1 der Siebenten Richtlinie 83/349/EWG des Rates vom 13. Juni 1983 auf Grund von

Artikel 54 Absatz 3 Buchstabe g) des Vertrages über den konsolidierten Abschluss[12] (Art. 4 Abs. 1 lit. l AIFM-Richtlinie).

b) Drei-Stufen-Modell

10 Art. 14 AIFM-Richtlinie statuiert ein dreistufiges System für den Umgang mit Interessenkonflikten. Die erste Stufe verpflichtet AIFM, angemessene Maßnahmen zur *Ermittlung* von Interessenkonflikten zu treffen, die im Zusammenhang mit der Verwaltung von Fonds auftreten können. Erfasst werden Interessenkonflikte, die zwischen einem AIFM und einem Fonds, AIFM und Fondsanlegern, einem Fonds und dessen Anlegern oder im horizontalen Verhältnis zwischen mehreren Fonds oder Anlegern auftreten können. Die zweite Stufe schreibt AIFM vor, wirksame organisatorische und administrative *Vorkehrungen* zur Vorbeugung, Beilegung und Beobachtung von Interessenkonflikten zu treffen und beizubehalten, um einen Schaden für Fonds und deren Anleger zu verhindern. Soweit die Vorkehrungen der zweiten Stufe nicht ausreichen, um das Risiko einer Beeinträchtigung von Anlegerinteressen zu vermeiden, verpflichtet die dritte Stufe AIFM, Anleger vor Geschäftsabschluss unmissverständlich über die allgemeine Art bzw. die Quellen der Interessenkonflikte in *Kenntnis* zu setzen. Diese abstrakten Vorgaben werden durch das Konsultationspapier vom Juli und den Abschlussbericht der ESMA weiter konkretisiert.

Dreistufiges Verfahren



aa) Kriterien für die Feststellung von Interessenkonflikten

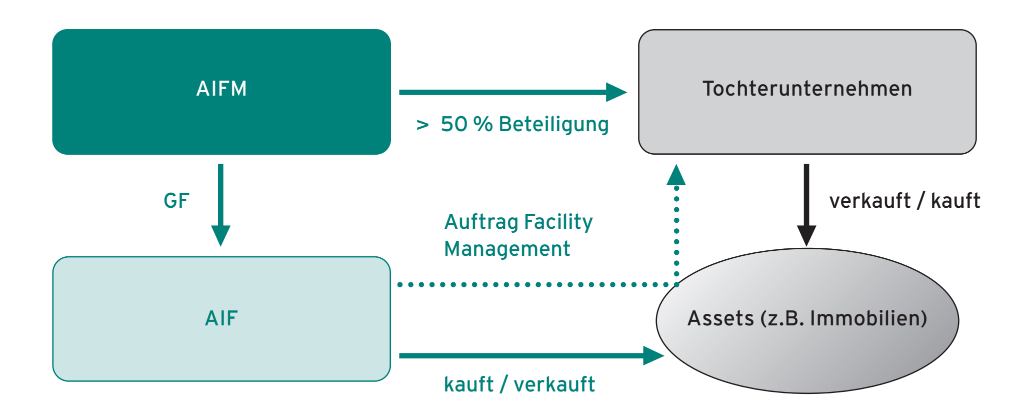
11 ESMA will den Begriff der Interessenkonflikte in Anlehnung an die Definitionen der MiFID und OGAW-Richtlinie konkretisieren.[13] ESMA zielt dabei vor allem auf das Verhältnis zwischen dem AIFM, verbundenen Personen und dem Fonds. Hiernach entstehen insbesondere Interessenkonflikte, (i) wenn AIFM zu Lasten eines Fonds oder seiner Investoren finanzielle Vorteile erzielen oder finanzielle Nachteile vermeiden; (ii) wenn AIFM am Ergebnis einer für den Fonds oder für einen Kunden erbrachten Dienstleistung oder eines für den Fonds oder für einen Kunden getätigten Geschäfts ein Interesse haben, das mit dem Interesse des Fonds an diesem Ergebnis nicht übereinstimmt; (iii) wenn ein finanzieller Anreiz für AIFM besteht, das Interesse eines anderen Fonds oder Kunden über das Interesse des verwalteten Fonds zu stellen; (iv) wenn die gleichen Leistungen auch für andere Fonds oder Kunden erbracht werden; oder (v) wenn AIFM über die für die Leistung übliche Provision oder Gebühr hinaus von einem Dritten eine Zuwendung erhalten.[14]

12 Darüber hinaus skizziert ESMA konkrete Beispiele[15] für die vorgenannten Interessenkonflikte:

13 Ein Interessenkonflikt im Sinne der Konstellation (i) ist beispielsweise anzunehmen, wenn ein Fonds in Assets wie Immobilien oder Wertpapiere investiert, deren Eigentümer oder Emittent zur Unternehmensgruppe des AIFM gehören, und die Investition zum Nachteil des Fonds oder seiner Anleger ist (z.B. schlechte Lage der Immobilie oder hohe Transaktionskosten) oder wenn ein AIFM Tätigkeiten wie etwa das facility management an ein Mitglied der eigenen Unternehmensgruppe zum Nachteil des Fonds oder seiner Anleger delegiert (etwa weil dieser Auftragnehmer unterdurchschnittliche Dienstleistungen erbringt).

14 Ein Fall von (ii) wäre gegeben, wenn Assets des Fonds (wie etwa Immobilien) von einem verbundenen Unternehmen des AIFM erworben werden, was zu überhöhten Kaufpreisen oder zum Erwerb von Immobilien in schlechter Lage führen könnte, oder wenn der AIFM einen zu seiner Unternehmensgruppe zählenden Asset Manager mit der Verwaltung der Fonds-Assets betreut, obwohl der Asset Manager nicht der effizienteste am Markt ist (z.B. schlechtere Leistungen oder höhere Vergütung).

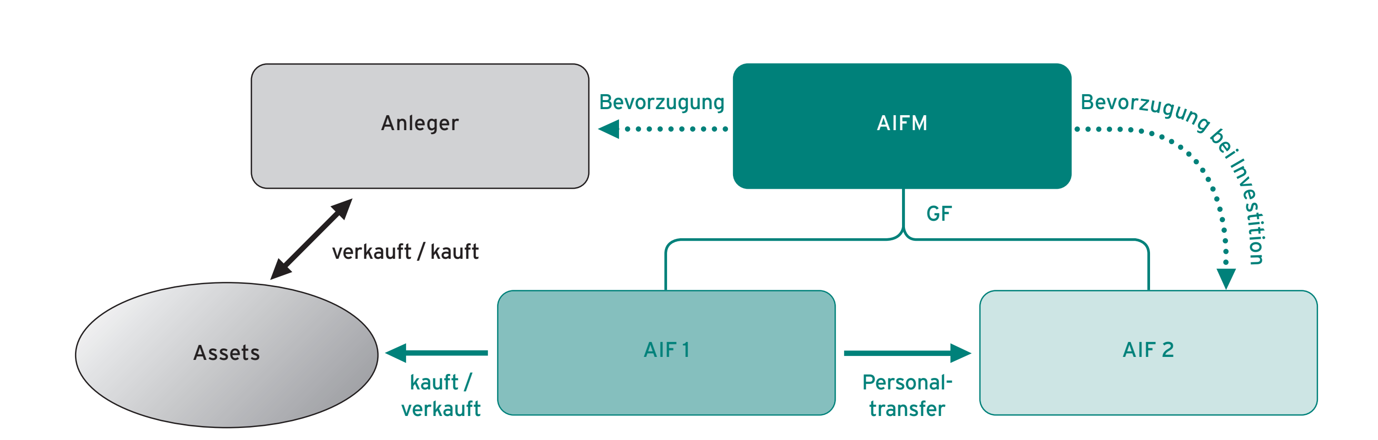
15 Interessenkonflikte (i) und (ii) im Überblick:



16 Ein Fall von (iii) läge vor, wenn ein AIFM Personal zur Verwaltung eines sich schlecht entwickelten Fonds abzieht, um es für die Verwaltung eines erfolgreicheren Fonds einzusetzen, oder wenn ein AIFM Fonds Assets von einem Anleger dieses Fonds erwirbt oder an diesen veräußert oder wenn ein AIFM einem bestimmten Anleger eine rechtliche Vorzugsstellung gewährt.

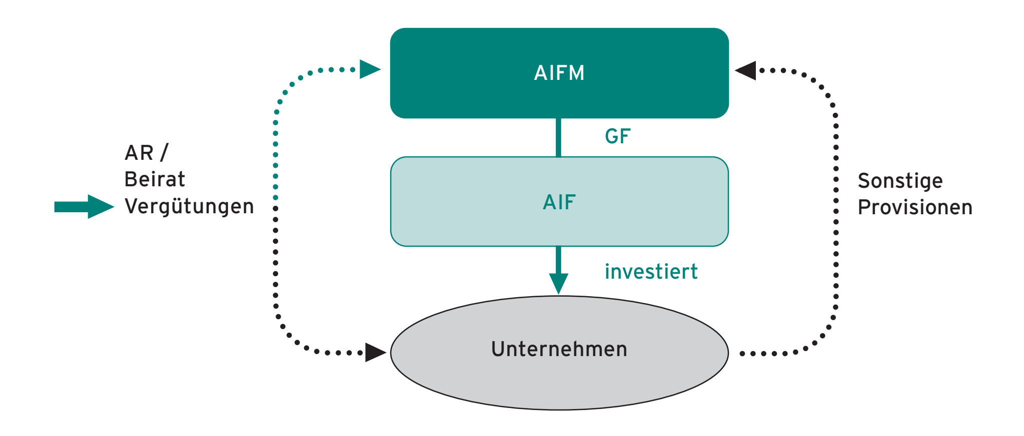
17 Ein Interessenkonflikt im Sinne von (iv) läge vor, wenn ein AIFM einen neuen Fonds mit derselben Anlagestrategie eines schon bestehenden, aber noch nicht voll investierten Fonds aufsetzt und Investitionsmöglichkeiten für den neuen Fonds anstatt für den bereits laufenden Fonds nutzt.

Interessenkonflikte (iii) und (iv) im Überblick:



18 Ein Fall von (v) wäre schließlich gegeben, wenn ein AIFM für einen Fonds in ein Unternehmen investiert und von diesem Unternehmen Zuwendungen jeglicher Art erhält. Hier wäre an Vergütungen für allgemeine Beratungs-, Aufsichts- oder Geschäftsführungstätigkeiten sowie an sonstige Provisionen zu denken.

Interessenkonflikt (v) im Überblick:



bb) Interessenkonflikts-Policy

19 In Anlehnung an die Level-2-Bestimmungen zur MiFID und zur OGAW-Richtlinie sieht der ESMA-Abschlussbericht vor, dass AIFM wirksame Grundsätze für den Umgang mit Interessenkonflikten schriftlich festlegen und nachhaltig implementieren (sog. Interessenkonflikts-Policy).[16] Diese Grundsätze sollen der Größe und Organisation sowie der Art, dem Umfang und der Komplexität der Geschäfte der AIFM Rechnung tragen. Auch insoweit gilt der Grundsatz der Konzerndimensionalität: Soweit ein AIFM zu einer Unternehmensgruppe gehört, hat er in den Grundsätzen ebenfalls solche Interessenkonflikte zu berücksichtigen, die sich aus der Struktur und Geschäftstätigkeit der anderen Unternehmen der Unternehmensgruppe ergeben und die der AIFM kennt oder kennen muss.

20 In den Grundsätzen sind insbesondere festzulegen, (aa) unter welchen Umständen die vom AIFM oder für diesen durch Dritte erbrachten Tätigkeiten Interessenkonflikte darstellen oder hervorrufen können, die den Interessen des Fonds oder seiner Anleger schaden könnten, sowie (bb) welche Verfahren einzuhalten und welche Maßnahmen zu treffen sind, um diese Interessenkonflikte zu bewältigen.

cc) Unabhängigkeit von interessenkonfliktbehafteten Personen

21 Die soeben angesprochenen Verfahren und Maßnahmen für das Konfliktmanagement will ESMA so ausgestaltet sehen, dass relevante Personen, deren Tätigkeiten in jeweils unterschiedlichen Geschäftsbereichen zu Interessenkonflikten führen könnten, ihre jeweiligen Tätigkeiten mit einem angemessenen Grad der Unabhängigkeit ausführen dürfen.[17] Dieser Grad von Unabhängigkeit soll in einem angemessenen Verhältnis zur Größe und Geschäftstätigkeit des AIFM und seiner Unternehmensgruppe einerseits sowie zum Risiko einer Beeinträchtigung der Interessen des AIF und seiner Anleger andererseits stehen. Soweit danach notwendig und angemessen, ist die erforderliche Unabhängigkeit durch folgende Maßnahmen sicherzustellen:

(i) Verhinderung oder Kontrolle eines Informationsaustausches (Chinese Walls) zwischen relevanten Personen, die in der Portfolioverwaltung und sonstiger zulässiger Kollektivverwaltung des AIF oder im Rahmen im gesondert zugelassener Nebendienstleistungen tätig sind und deren Tätigkeiten einen Interessenkonflikt nach sich ziehen könnten, wenn dieser Informationsaustausch den Interessen des Fonds oder seiner Anleger schaden könnte;

(ii) gesonderte Aufsicht über relevante Personen, zu deren Hauptaufgabe die kollektive Portfolioverwaltung des AIF oder die Erbringung von Dienstleistungen für Kunden oder Anleger gehört, deren Interessen möglicherweise kollidieren oder die in anderer Weise unterschiedliche Interessen repräsentieren, die möglicherweise kollidieren, einschließlich derjenigen des AIFM;

(iii) Unabhängigkeit der Vergütung relevanter Personen des einen Tätigkeitsbereichs einerseits von der Vergütung anderer relevanter Personen aus einem anderen Tätigkeitsbereich oder von den durch diese anderen Personen generierten Einnahmen andererseits, wenn bei diesen Tätigkeiten ein Interessenkonflikt entstehen könnte;

(iv) Verhinderung oder Begrenzung einer unsachgemäßen Einflussnahme anderer Personen auf die Tätigkeit relevanter Personen, die im Rahmen der kollektiven Portfolioverwaltung des AIF tätig sind; sowie

(v) Verhinderung oder Kontrolle einer gleichzeitigen oder zeitlich nachfolgenden Mitwirkung einer relevanten Person an einer separaten Portfolioverwaltung, sonstigen zulässigen Kollektivverwaltung oder gesondert zugelassenen Nebendienstleistung, wenn eine solche Mitwirkung ein ordnungsgemäßes Konfliktmanagement beeinträchtigen könnte.

dd) Dokumentation und Offenlegung von Interessenkonflikten

22 Für den Fall unvermeidbarer Interessenkonflikte verlangt Art. 14 Abs. 2 der AIFM-Richtlinie, dass der AIFM die Anleger, bevor er in ihrem Auftrag Geschäfte tätigt, über

diese Interessenkonflikte in Kenntnis setzt (Art. 23 Abs. 1 Buchst. f)). Der ESMA-Abschlussbericht sieht insoweit eine umfassende Dokumentations- und Offenlegungspflicht des AIFM vor.[18] AIFM sollen die Arten der von ihnen oder in ihrem Namen vorgenommenen Tätigkeiten, bei denen ein Konflikt mit den Interessen des Fonds oder seiner Anleger aufgetreten ist oder noch auftreten kann, aufzeichnen und diese Aufzeichnung regelmäßig aktualisieren. Ferner haben AIFM die Anleger mittels eines dauerhaften Datenträgers über sämtliche Interessenkonflikte i.S.v. Art. 14 Abs. 1 und 2 der AIFM-Richtlinie zu informieren. Unter bestimmten Voraussetzungen könnte die Offenlegung der Interessenkonflikte auch mittels einer Website erfolgen. Dies setzt allerdings voraus, dass die Anleger Zugang zum Internet haben und sich mit dieser Art der Informationsübermittlung einverstanden erklärt haben.

ee) Ausübung von Stimmrechten

23 Schließlich haben AIFM nach den Empfehlungen der ESMA angemessene und wirksame Strategien auszuarbeiten, um Stimmrechte ausschließlich zum Nutzen des Fonds und seiner Anleger auszuüben.[19] Diese Strategien sollen Maßnahmen und Verfahren umfassen, die (i) eine Überwachung von gesellschaftsrechtlichen Struktur- und Kapitalmaßnahmen ermöglichen, (ii) sicherstellen, dass die Ausübung von Stimmrechten mit den Anlagezielen und der Anlagepolitik des jeweiligen Fonds in Einklang stehen, und (iii) Interessenkonflikte, die aus der Ausübung von Stimmrechten resultieren, verhindern oder regeln. AIFM haben Anlegern eine Kurzbeschreibung dieser Strategien auf deren Anfrage zur Verfügung zu stellen.

4. Umsetzungsprozess

24 Art. 12 und 14 der AIFM-Richtlinie sowie die hierzu empfohlenen Konkretisierungen der ESMA statuieren für Fondsinitiatoren erstmals weitreichende und detaillierte Anforderungen an den Umgang mit Interessenkonflikten – mit entsprechenden Herausforderungen für Compliance und interne Organisation. Bisher genügte es unter dem Aspekt der Prospekthaftung, wenn der Prospekt die Möglichkeit von Interessenkonflikten offenlegte, indem er die personellen und gesellschaftsrechtlichen Verflechtungen der beteiligten relevanten Personen und Gesellschaften und die Höhe der jeweiligen Vergütungen (Sondervorteile) dokumentierte (vgl. §§ 7 und 12 VermVerkProspV). Nunmehr trifft den AIFM bei Vertrieb und Verwaltung des AIF eine materiellrechtliche Verpflichtung, über die Prospektdarstellung hinaus Interessenkonflikte zu identifizieren (Monitoring), aus Interessenkonflikten für den Anleger resultierenden Gefahren nachhaltig entgegenzuwirken und nicht zuletzt mit Interessenkonflikten transparent umzugehen.

25 Insbesondere die „vor die Klammer" gezogene Aufgabe eines konzernweiten Monitoring von Interessenkonflikten sollte frühzeitig in Angriff genommen werden, damit die neuen Organisationsstrukturen und Prozessanforderungen rechtzeitig implementiert werden können. ESMA hat sich bei den Empfehlungen für AIFM an ihren Level-2-Bestimmungen für Kapitalanlagegesellschaften und Wertpapierdienstleistungsunternehmen (OGAW-Richtlinie; MiFID) orientiert. Die dort etablierten Organisations- und Verfahrensstrukturen können deshalb Vorbildcharakter für die Umsetzung der AIFM-Richtlinie haben.

Endnoten

1 Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwaltung alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1 ff.

2 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302 vom 17.11.2009, S. 32 ff.

3 Vgl. *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393, 1396; *Weitnauer*, BKR 2011, 143, 144.

4 Vgl. *Weitnauer*, BKR 2011, 143, 144.

5 Konsultationspapiere der ESMA vom 13. Juli 2011 (ESMA/2011/209) und vom 23. August 2011 (ESMA/2011/270).

6 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379).

7 Siehe hierzu *Kalss*, in: Riesenhuber (Hrsg.), Europäische Methodenlehre, 2. Aufl. 2010, § 20 Rn. 5 ff.; *Schmolke*, NZG 2005, 912 ff.; *Seitz*, BKR 2002, 340, 341 ff.

8 Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 84 ff.

9 Siehe zum organisationsrechtlichen Status von ESMA *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177 ff.; *Sonder*, BKR 2012, 8 f.

10 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 19/20 Rn. 10; anders noch das Konsultationspapier der ESMA vom 13. Juli 2011 (ESMA/2011/209), S. 21/22 Rn. 19.

11 Die Schwellenwertprüfung kann vielfältige Fragen aufwerfen. ESMA schlägt hierzu folgende Level-2-Regelungen vor: Das Gesamtvermögen der verwalteten AIF soll vom AIFM mindestens einmal im Jahr bewertet werden. Der AIFM hat aber auch zwischenzeitlich eine etwaige Wertentwicklung zu beobachten („monitoring on an on-going basis") und – falls notwendig – eine aktuelle Bewertung vorzunehmen. Wird der Schwellenwert überschritten, muss der AIFM dies der zuständigen Behörde mitteilen. Der AIFM ist verpflichtet, die Zulassung zu beantragen, wenn die Überschreitung des Schwellenwerts voraussichtlich nicht nur vorübergehend sein wird (d.h. mehr als drei Monate andauert). Ggf. hat der AIFM zum Ende des Dreimonatszeitraums mit einer weiteren Bewertung nachzuweisen, dass der Schwellenwert wieder unterschritten ist. „Cross-holdings" sind nicht doppelt zu berücksichtigen. Wenn also ein AIF in einen anderen AIF (beispielsweise in eine Objektgesellschaft) investiert, der von demselben AIFM verwaltet wird, kann dieses weitere Investment grundsätzlich unberücksichtigt bleiben. Bei der Schwellenwertprüfung ist hebelfinanziertes Fondsvermögen mit einzubeziehen. ESMA schlägt vor, dass bei der Bewertung insoweit das Bruttofinanzierungsrisiko („gross exposure") berücksichtigt werden soll, wenn dieses höher ist als der Substanzwert („net asset value").

12 Kontrolle liegt nach Art. 1 der Richtlinie 83/349/EWG insbesondere vor, wenn ein Unternehmen (Mutterunternehmen) (i) die Mehrheit der Stimmrechte der Gesellschafter eines Unternehmens (Tochterunternehmen) hat oder (ii) das Recht hat, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Unternehmens (Tochterunternehmen) zu bestellen oder abzuberufen, und gleichzeitig Gesellschafter dieses Unternehmens ist.

13 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 52.

14 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 53.

15 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 53 ff.

16 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 55 f.

17 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 56 f.

18 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 57 f.

19 Abschlussbericht der ESMA vom 16. November 2011 (ESMA/2011/379), S. 58 f.

lindenpartners

PARTNERSCHAFT VON RECHTSANWÄLTEN

Friedrichstraße 95, 10117 Berlin
TEL +49 (0)30 755 424 00
FAX +49 (0)30 755 424 99
EMAIL info@lindenpartners.eu
www.lindenpartners.eu

Dr. Detlef Haritz
auch Wirtschaftsprüfer und Steuerberater
Dr. Matthias Birkholz, LL.M.
Dr. Brigitta Varadinek, Maître en Droit
Dr. Thomas Asmus
auch Steuerberater
Dr. Jan Timmann
Dr. Bodo von Wolff, LL.M.
Dr. Anneke Flatow
Dr. Lars Röh
Dr. Sabine Pellens, LL.M.
Dr. Jan Willisch
Dr. Roman Dörfler, LL.M.
Dr. Nina Scherber
Dr. Frank Zingel
Dr. Martin J. Beckmann, LL.M.oec.
Dr. Ansgar Pallasky, LL.M.*
Dr. Truls Hebrant, Advokat (Schweden)*
Dr. Kathrin Neidenbach*
Dr. Alexander Frhr. v. Rummel, LL.M.*
Dr. Frank Eggers*
Dr. Björn Moßdorf, LL.M.*
Christoph Jacobs, LL.M.*
Dr. Anne Catarina Grunwald, LL.M.*
Dr. Kevin Weyand*
Dr. Sophie Spetzler, LL.M.*
Elisabeth Kremer*
Dr. Paul Braeuer*
Dr. Anicée Abbühl*

* nicht Mitglied der Partnerschaft